جردون أداء

الوعود الخاوية

بشأن تعويضات

المديرين

لوسيان بيبتشك جيسي فريد

نقله إلى العربية

د. هاني الصالح



apëkan Obëkan



Original Title Pay without Performance The Unfulfilled Promise of Executive Compensation

Lunna Retelekt and Sense Fried

Copyright C 2004 Lucius Betelok and Jesse Fried

ISBN-10: 0674-02228-9 ISBN-13: 078-0-674-02228-7

All rights reserved, Authorized mastitutes from the English language edition Published by arrangement with Harvard University Press (U.S.A.)

حقوق الطبعة العربية محتوظة للعبيكان بالثماف مع مطابع كلية إدارة الأعمال بجامعة هارفرد. بوسان

ماستشوستس - الولايات التعبية الأمريكية. 1430 <u>- 1430 Aire</u>

ISBN 0-948-54-9960-978

الطبعة الدرجة الأولى 432 أهـ . 2011 الفاشر #### للفقي

الملكة العربية السعودية - شارع العليا العالم - جنوب برج الملكة - معترا الوسي البكات. مانت. (1975/1/1975)، 1842- 1897/50 برايد. (1872-1878)، 1877

🖒 مكتبة المييكان. 1431هـ

فيرسة مكبة اللك فيد الرطنية أشاء النشر

بهنشکه، لوسیان خبر دون ادام/ لوسان بهنشکه: جیسی خرید:

هائي المسالح، - الريامتي 1431هـ

۵) احس: ۱۸۵۰ اختیم ربطه ۵۰ ۱۳۵۰ - ۱۵۰ ۱۳۵۰ - ۱۳۶۵

رجمه ۱۰۰ ۱۳۵۰ میرد مورد دورد (- الصل والصال - فوانعز ونشریمات

- «ستي والسالي» موجور ومسريه ب. المعالج هائي (مترجم)

ديزي: (44.0) دنيل (750 - 54 - 750 - 570 -

ا، فرود، جیسی (مؤلف مشارله) ج، المتوان 1771 - 2412 رشم الإبداع: 7774 م 4434

امتباز النوزيم شركة مكتبة أعطائق

الملكة الدرية البمودية - الطباء الكان ملاح طريق اللك فيد مع شارع فدرية ماتف: 4(4000) للأ4650 - يُلكس 650129 من ب. 4207 كريكس 1995

جميسية العشوق معنوطت التناشس ، ولا يسمح بإعمالها إصمادا الكساب إن نفله هي أي شمكر أو واسمطة مسواء الكانسة الكارونيسة أو ميكانيكيسة، بعما طبي ذلتك الكسوسر بالنسمج «فوتوكوسي» أو التسميل أو التخزيين والاسترجاع ، ون إنّ هطبي من الناشسر

<u>.</u> المحتوي

,	
11	متدمة
29	الجزه الأول. الروية الرسمية ومطاهر قصورها
31	١- الرواية الرسمية
43	2- هل كانت مجالس الإدارة نساوم المديرين على مطال دراعها؟
75	3- قدرة السهمين المعبودة على التدخل
89	4- حدود ط وی السوق
99	الجزء الثاني. السلطة والأجر
101	5- وجهة النظر القائمة على سلطة الديرين
129	6- الملاقة بين السلطة والأجر
139	7-نفوذ الديرين في ساعة الرحيل
151	8- الكاسب التقاعدية
177	9. غروض المديرين
187	الجزء الثالث. الصل الأجر عن الأماء
199	10- التمويضات القائمة على غير حقوق الملكية
213	11- ثمار المسادفة في خيارات الأسهم التقليدية
229	12- ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية
249	13- الزيد حول ثمار الصادفة في التويضات القائمة على حقوق اللكهة
271	41- مرية النصرف يحوافز اللكية
189	الجزَّه الرابع. خطَّرة إلى الأمام
291	15- تعلوير شويضات الديرين
309	16- تطوير حوكمة الشركات
333	ملاحظات
403	المراجع

تبهيد

هزت موجة فضائح الشركات التي انداعت بلا أواخر العام 2001 القفة به مجالس إدارة الشركات المسهمة العامة ولفتت الأنظار إلى العديد من مكامن العقبلة بلا سياسات تعويضات المديرين، وهناك الهوم وهي هام تمقيفة أن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تنبنى ترتيسات تعويضات لا تعدم مصالح حملية الأسهم، ولكن لا يزال هناك خلاف حول طبيعة طلك الشكلات والإطار الذي ينبضي وضعها فيه، وكذلك أيضاً حـول منابع تلك الشكلات، ويطبيعة الحال أيضاً حول سيل معاليتها.

يرى الكثيرين أن المغاوف التي أثيرت حول موضوع تعويضات الديرين مبالغ فيها . يعتقد بعض المرافيين أن ترتيبات التمويضات غير الموفقة قد انمصرت في عدد ظهل من انشر كات، وأن غالبية مجالس إدارة الشر كات قد دأبت على ممارسة بورها على نحو فاعل فيها يغضى عملية تحديد أجور الديرين، وبعضهم الأخر يقر بحقيضة الانتشار الواسع تعييب ترتيبات التمويضات، نكته يصد علس أن تلك العيوب إنما فجمت عن أخطاء بريثة وحالات من سوه النهم أو سوء التقدير من قبل مجانس الإدارة الساعية بطبيعة الحال إلى خدمة مصانح السهمين، أما الايوم على حد زعم صولاء ، وبعد نشخيص تلك الشبكلات، فمن المؤكد أن مجالس إدارة الشركات سوف فاقت من ظفاء نفسها إلى معالجة تلك الشكلات وللارقة الأخطاء مستقبلاً.

هدفتا عامة الكتاب هو أن نقف القارئ بأن التمامل مع مشكلة تعويضات الديرين بهذه الدرجـة مـن البساطة أمر غهر مـسـوّع، هأخطاء ترتيبات التعويضات قد السمت بالانتشار الواســع. والديمومة ، والفهجية. وهي إنما نشأت عن عيوب بفيوية عن نظام حوكمة الشركات الــذي يتبع المديرين التمتع بقــد لا يستهان به من السلطة والنفــوذ إزاء مجالس الإدارة. وبالنظــو إلى سلطة المديرين ونفوذهم فإن من غير المتوقع أن يكون أجضاء مجالس الإدارة شد سعوا فصلاً إلى الدخمول بها مساومة على مطال الدخراع مع الديريس التفهديين بشأن تعويف عد صولاء. وغياب التمامل القباعل القبائم على منطق مطال الدخراع بها هال النظام المسالي لموكمة الشركات -وليس الأخطاء المايسرة أو زلات المكم أو سوء التقدير - هو ما كان بها حقيقة الأمر النبي الرئيس لترفيات التعويضات الإشكالية.

كذلك يهدف الكتاب أيضاً من منظور أكثر عمومية إلى الإسهام في تطوير فهم أفضل للمشكلات الأساسية التي تعتري نظام موكمة الشركات الحالي. دراستها لسألة تمويضات الديرسين تفتح نافشة نمال منها على مجالس الإدارة لاستكشاف إلى أي عد يمكننا فعالاً الاعتماد على مجلس إدارة الشركة يوضف حارساً أميناً حريصاً على مصالح حملة الأسهم. واسعة . ويعتبد عليه اعتماداً كلهاً في موافية أداء المديرين التنفيذيين والإشراف على عملهم! إذا مسا انطلقنا من الاعتماد السائد أن أعضاء مجالس الإدارة يؤدون مهامهم لما فهه خدمة مصالع المسهمين، فإن ترتيبات الموكمة في شكلها الحالي -والذي يقوم على عزل مجالس الإدارة إلى حد بعيد عن دائرة تدخل السهمين، شهدو بيساطة مسؤسة ومقبولة. فير أن عملتنا الذي نقدمه للقارئ في هذا الكتاب يثير الشكوك في صحة ذلك الاعتماد وفيا المكمة من عزل الجلس من حملة الأسهم.

عبر تقديم رؤية شاملة لمظاهر وأسباب إخضاق مجالس الإدارة بلا تأدية دورها الهيم والحساس في مثل تدويضات الديرين، قامل أن نسهم بلا دعم الجهود الرامية إلى تعليم سياسات التدويضات بوجه خاص ونظام حوكمة الاشر كات على نعو أكثر عمومية. إن فهم الناسح الاحقيقية للمشكلات القائمة يمثل خطوة بالغة الأصبية على طريق الإصلاح، يقر بعض الدافهيين اليوم بأن مجالس الإدارة لم تكن تولي الاحتسام الكلفة لمسالح السهين. لكنهم برزعمون أن تعزيز دور الأعضاء المستقلين حوهو تعلور تدعسه الشروط التي تبتتها أسواق الأوراق المالية في الأوضة الأخسياء المستقلين حوهو تعلور تدعسه الشروط التي تبتتها ذكريسات الماضي، لكن الأمر ليسى كذلك على الإطلاق تعليانا لواقع الشركات المسهمة الادارة ليس فقط أكثر استقلالية عن نفوذ الديريين وأصحاب الناصب بق الشركاء وإنما أيضاً أكثر ثبيها لحملة الأسهم. لذلك فإننا نقترج استكمال مسيرة الإصلاح عبر تبني بسنى الإمسالاح عبر تبني بسنى الإمسالاح عبر تبني بسنى الإمسالاح الدارة والسهمين. والمسالاح الدارة والسهمين. وواعتقادتنا شيان إجراء إمسالاحات من هذا القبيل يجسد السهيل الأكثر هاعلية لدفع عبلة التطوير والتحسين فدماً إلى الأمام تبس فقط علس صعيد تعويضات المديرين، وإنما أيضاً على صعيد تعويضات المديرين، وإنما أيضاً على عميد حوكمة الشركات بصورة عامة.

بينسي هذا الكتاب على فاعدة دراسة سابقة بمنوان «تمويضات الديرين في أميركا؛ قوة المدين من استخلاصي للكاسب المجانبة؟ . كنا قد أجر يفاهسا بالتماون مع ديلهد ووكر في المسام 2001 وقد نشرت تلك الدراسة في السام 2002 في دورية القاسون التي تصدر عن المسامة شيكا غيو Whitesity of Chicago Law Review جامعية شيكا غيو "المجانبة في تصميم تمويضات الديرين». كذلك يستقهم الكتاب أيضاً واستخلاصي الكاسب المجانبة في تصميم تمويضات الديرين». كذلك يستقهم الكتاب أيضاً ممن عمل أخر قام به مؤلفا الكتاب، حمل المتوان «تمويضات الديرين» وضيفها واحدة من المعالدة Vicental of Economic Perspectives في المعالدة وكما ننوه في موفقة مواقع عديدة على اشداد فصول الكتاب. فإننا نستند أيضاً إلى العديد من أعمالنا السابقة الأخرى التي تناوننا فيها موضوع حوكمة الشوكات.

عميد مشوارت مع إعداد هذا الكتاب تقينا مساعدات جمة نبود أن نعير لأصحابها هنا عن عميس شكونها وامتناننا. نوجه أولاً شكراً خاصباً إلى عنوان ديفيد ووكس، شريكنا بلا دراستنا السابقة التي قدمناها بلا العام 2001. عمل ديفيد معنا بلا المرحلة الأولى من هذه الدراسة وقدم إسهاماً مهماً بلا دهها قدماً إلى الأمام. بلا خريف العام 2000 - دخل ديفيد ميدان المارسة العملية للعمل القانوني بلا رحلة تعتد إلى عامين كاملين. وقد اضطر تحت صفعا مقتصيات ذلك العمل الى النوقف عن متابعة مشوار الدراسة والبحث الذي كنا قد بد أنادهماً. ذمكامه المسائية وريابته النافذة كان لها عظهم الأثر بلا دراستنا التي أنجز ناها معاً بلا لعام 2001، والمعتهنة أنها قد افتقدنا تلك الروية والأمكام كابراً بعد منادرة قطار هذه الدراسة.

كذلك فإننا فود أن نعير عن عميق شكرنا لأشطاص آخرين كليرين على ما أمدونا به من مفاقشات ثمينة ومن تعليقات بناءة. سواء ظهما يخص مسودات هذا الكتاب أو طهما يضص أعمالها السابقة التي استدما إليها بها إعداد الكتاب. ونخص بالذكر مارك أبر اموفيتش.

بهتنز أبلياوم، أدي أيال. هو الكلين بالوتي. أورن بار- غيل. لهنز ا بهرنستين. مار غريت بليو، الهكتارم، أدي أبلود ا لهكتارو برادني، برايان تشيفيتس، سنيف تشدوي، بوب كوتر، براد ديلوننج، دبل المستيرخ، تشارك إلىسون، أثين هرويل، مهريت فوكس، جيف غوردون، مينو غولاتي. دان هالبيرين، عساف حمداني، شارون هائيس، هنري هائسمان، باول هود جسون، مارسيل كاهان، قويس كابلو، إيهارا كابي، وابنر كر اكسان، ستيوارت غيلان، مايكل لهلين، سول لهلسور، باتريك ماكفارن بيوب مونكس، كيلن سوريلا، ويتشارد بينتر، أدام بريتشارد، مارك روي، ديليد شهارز، ستيف شافيل، أندري شليفر، إربيك تبلي، تيموني تابلود، واشد ال توماس، ديتليف فاغش، سنيف فوغل، مايكل وانتشر، عابكل والدمان، إيلو ويلش، و ديليد برماك.

ومـن جهة أخرى فقد ناقيفا أيضاً أقتراحات مفيدة جـداً أثناء مشاركاتنا له اللإتمرات وورشـات الممل المنتقدة له العديد من الجامعات. نوه أن نتوجه بالشكر إلى عموم الزملاء الذين شاركوا لها قلك المناسبات لها بولت هول، كلهة هارهارد الثنانون، كلهة كينيدي للموكمة لها هارضارد، كلهة الأممال لها هارفارد، الاتحاد الأمريكي لكلهات الثانون وقانون الأهمال - هوشة تعويضات المديرين، النموة التي نقعتها كلهة الأعمال لها بيركلي حول دور القانون لها خلق القهمة طويفة الأجـل لو أس المال الفسهم، ونموة دورية القانون في جامعة شيكا غو حول ،

كذلتك فإنشا مدرسون بالشكر لمدد كبير من الباحشين للساعدين الذيبن قدموا لقا مساعدات جليلة كان لها دور مهم في الجاز هذا العمل، ونخص بالذكر، أقيكس أيزين، كريس بالسل. إبريس كارول، ميسان إيز ايل تشانغ، لابيوف فيتمانسكي، ميراندا غونغ، نيكولاس هيكس، مانهو هاين، رايس كانتور، جيسمون كنوت، كاريس مارسيانو، مالهو ماكدير موت. سيايشا ميدلين، دجيه ميشز، أوون مونيك، جيف ووغنر، و دان وولتك، فساعداتهم الشهيئة ميدلين، عجوب ميشز، أويون مونيك، جيف ووغنر، و دان وولتك، فساعداتهم الشهيئة مساعداتهم الشهيئة مساعداتهم الشهيئة ولا ممنا الذين عطوا معنا أثناء مسدد انشغالنا بإعداد الكتاب، وعلى وجه الخصوص إلى ميدلين برغيس، جولي جونسون، و أنيشا ساريت، نص الكتاب مبا كان لهصل إلى ما هو عليه من الدفية لولا ما حظي به من النظافة الانام حلي به من الدفية ولا ما حظي به من النظافة الانام، جين مارتين، إميلي أوغنان، و موشي سيبغوفيتش،

نبود أن نتوجه بجزيها الشكر إلى مركز جون إم. أولين لقلتنون والأقتصاد والأعمال ها كلية عارفارد لقلتنون: كلهة هارفارد للقانون عينة البحث لا يبركلي وجمعية بولت هول. وذلك للتكرم بققديم الدعم المالي لللازم لإنجهاز هذا العمل. لومهان يهنشك برغب الا توجيه شكر خاص إلى العميد السابق رويرت كلارك والحالي إلينا كافان لكله عاموارد للقانون. وكذلك أيضاً إلى بروضور ستهف شافيل، مدير مركز أولين، لما تكرموا به جمهمهم عين دعم وتشجيع، كذلك برغب جهمي فريد لا التعبير عن عمهى امتنانه لكل من هيرما هيل كاي. جون دوير، ورويرت بيرينغ، مديري مركز بولت عول الأميق والعالي.

وأخيراً فإننا ندين بعظهم الامتسان لزوجتها. أنا كوهين و ناومي هريد. اللين فدمنا لفا متبماً حييها لا يفضب لك عمر، والنصيصة، والتفهم. أولادنا – ألون و يونانان به حالة لوسيان. و جوشوا و أفهاتار و أيهت بها حالة جيسي – ما كان لهم أن بيموا تلك الدرجة من التفهم. لكن حلاوتهم قد أضافت إغفاء كهوا لمهاتنا أثناء مدة عملنا على انجاز هذا الكالي.

عزيران/يونيو 2004

×χ

تليجرام مكتبة غواص في بحر الكتب

على صعيد الحكم فيما إذا كان عالم الشركات الأمريكية جاداً فعلاً بلاً إصلاح نفسه يمكن القول إن أجور المدير العام لا نزال ثمثل الاختمار

الفاصل. والنتائج إلى اليوم ليمت بالشجمة.

وورين بوفيت رسالة إلى حملة الأسهم ية بيركتابر علااويه التحدل غياط/فيراير 2004



مقدمة

هلُ فَلَشَكُلَةَ حَقاً بِهِ بَعَضَى التَفَاحَاتَ الْمَفْتَةَ، أَمَّ أَنَّهُ الْصِنْدِقِقِ؟ كيم كاذرك، عبيد كاية الأعمال ية مارطور.. 2003

قتماء صدة الازدعار الطويلة التي شهدتهما الدسوق في التسمينيات سجلت تعويضات المديرين التنفيذيين كل المسجلة النهامة - أي الشركات المطوحة أسهمها القداول في الشركات المطوحة أسهمها القداول في الشركات المطوحة أنهاء المدد في الشركات المطوحة أنهاء المدد المستويات غير مسبوقية، فقداء المدد المستويات غير المسجوعة (المسجوعة المدايلة المدير المام التقفيذي في الشركات المسجوعة في دليل إسب في من 600 أكثر من أربح مبرات متسقة من 3.5 مليون كا إلى 14.7 الملوناً كا أوقت كان المتمونيات القائمة على خياوات الأسهم حصية الأبد من ذائبك الارتفاع، حيث تشاعفت قيمة خياوات الأسهم بوضوعات الديرين العامين نسم مرات أنهاء المدد ذائباً 2. وقد تباوز نمو تمويضات الديرين الماملية على 14.0 المامل المتوسطية من يتفاضاه المدير بوضوع مدان المناطقة على 1800 كن وسطي ما يتقاضاه المدير بوضوع المامل المتوسطة على الماملية في 1800 كن وسطي ما يتقاضاه المدير الماملية المديرة العامل المتوسطة على المامل المتوسطة على المامل المتوسطة على المامل المتوسطة . في المامل 2003 مناطقة على 1800 كناك النسبة نحو 600 إلى واحد أد

وقت حظيت تعويضات الديرين منذ ذلك العين بقدر كبير من الاعتمام بين منفوف المنتمريين، وخبراه الاقتصاد المالي، وكذلك أيضاً على صعيد الأطراف المنهة بتنظيم حركة السوق، والأوساط الإعلامية، وهامة الهتسع على وجه العموم، وكلسا ازدادت تعويضات الديرين ارتفاعاً، ازداد معها ذلك الاعتمام عدد وسعونة. حتى إن حساباً قام به

أحد الافتصاديين بينَ أن ذلك النمو العنيف يلا أجدور الديرين أثناء التسعينيات قد راطله نمو أعلف يلا عدد ورطات البحوث التي تفاولت ذلك اللوضوع؟.

كذلك فيأن تعويضات الديرين قد شكلت منذ زمن موضوعاً ساخنهاً مطروحاً بصورة دائسة على طاولة التقاش، واجه ارتضاع أجور الديرين كليراً من التضد من قبل الأوساط العاصة، وقد تعاطمت حملات النفد أكثر وأكثر علب فضائع وادارة الشركات التي أخذت تطفيو طبس السطح لج أواخر (200، غيير أن التطور الذي شهدته تعويضات الديرين على مدى العقدين الماضيين كان قه بالقابل أيضاً أنصاره الذين دافعوا عنه بقوة وضر أوة. ووفقاً لوجهة نظر مؤلاء فإن ترقيبات نعويضات الديرين، إذا ما غضضتنا النظر عن بعض العثرات و والنواقص وحالات إساءة استخدام السلطة، تمثل إلى حد بعيد حصولة عمل قوى السوق من جهة وجهود مجالس الإدارة الوالية فلسهمين من جهة نائهة.

هدفنا الرئيس الذي نسمي إليه بلا هذا الكتاب هو أن نقدم صورة شاملة توضع كيف أن نقدوا الجهاز التنفيذي وسلطته الواسعة هما العامل الأساسي للسؤول عن تشكيل نضاريس تعويضات الديرين والوصول بها إلى شكلها الاحالي، يقوم القموذج الذي يسبطر اليوم على رؤية خبراء الاقتصاد المالي لوضوع تعويضات الديرين على افتراض أن ترتيبات الأجور ما هي إلا ناتج طبيعي لساومة على مطال الدراع - مساومة طرفها الأول الديرون الذين يساولون أن يستألدوا لأنفسهم بأكبر شدر ممكن من المكاسب، والطرف الثاني مجالس الإدارة التي تسمى إلى بلوغ أقصى المكن من منظور مصالح حملة الأسهم، وقد شكل هذا الافتراض أيضاً القاعدة التي قامت عليها أمكام فانون الشركات القاطمة السألة التصويضات. لكننا الموث نبن في قفرات هذا الكتاب أن عملية تحديد الأجور في الشركات السهمة العامة فد المورث بهيداً عن نموذج الساومة على مطال الدراع.

تحليانا للمسألة يشور بقوة إلى أن نفوذ الجهاز التنفيذي قد لعب دورة مفتاهياً بلا تشكيل ترثيبات أجوز الديرين، وهذا الدور الكبير لنفوذ الجهاز الانفيذي من شأته أن يفسر القسم الأكبر من التضاريس المالهية لتعويضات الديرين. وهو يفسر بالفعل ممارسات ونماذج حبرت خبراء الافتصاد المالي طويلاً بلا دراستهم لسألة تعويضات الديرين. نسمى يقعدا الكتاب إلى الإسهام ية بناه وهي أفضل لطيعة الأخطاء التي تعتري ترفيهات التمويشات الحالية وآليات الحوكمة التي تخلق نلك الأخطاء وبناء هذا النوم من الومي أمرً ضروري جداً لمالجة ذلك الشكلات، سوف نبين أن الإصلاحات الأخيرة على صعيد حوكمة الشير كات التي يعدف إلى زيادة استقلالية مجلى الإدارة، من شأنها أن تحسن الأحوال بعض الشيء. غير أن الحاجة تبقى فائمة وملحة لإجراء الكثير من الإصلاحات الضرورية الأخرى، وسوف تعرض بعض الإسلاحات المكلة التي من شأنها تتنهس حجم المؤلرات الملولة عما اعترى تعريضات المهريين من تشويه، وذلك عبر زيادة مسؤولية أعضاء مجلى الإدارة أمام حملة الأسهم.

الرؤية الرسمية ومظاهر قصورها

ينافش الجزء الأول من الكتاب عهوب الصدورة الرسية السائدة فيدا يضمى تويضات المديرين. تعيد هذه الصورة. التي تشكل الأساس الذي تقوم عليه ترقيات حوكمة الشركات في وجهها الحالي، بأن مجلس الإدارة بعد ذراعه على مطاله في تمامله مع الديرين التقهديين. ولا سهما فهما يخص القراوات المتعلقة بشرقيات أجور مؤلاه. وسعياً منهم إلى خدمة مصالح حملة الأسهم بعمد أعضاء مجلس الإدارة إلى تصميم ترقيات التعويضات المجدية القصادياً التي تزود الديرين بحوافز تدهيم إلى العمل على تعظيم فهدة رأس المال المسهم.

وقد شكل إدراك مدى تأثير المديرين بلا حجم وطبيعة الأجدور التي يتقاضونها النقطة الركزية بلا حملات النقد التي تعرضت لها تعويضات الديرين، سواء بلا الأوساط الإعلامية أو بمن مشوف الناشطين من حملة الأسهم ⁵. وبالرغم من ذلك ضبان المدلمة التي تقول إن مجالس الإدارة تتقاوضي مع الديرين بشأن ترقيبات أجورهم على مطال ذراعها قد طلت طويلاً . ولا تؤال إلى اليوم، تمثل واحدة من القصمات المركزية في عالم الشركات، وكذلك أيضاً . في معظم البحدوث التي تقاولت تعويضات الديرين، يعتقد أنصار هذه العمورة الرسعية بأنها تدكين إلى حد بعيد العسورة الواقعية. وإذا ما وجدوا أنفسهم وجهاً لوجه أمام ممارسات تتناقض مع مسلمة التقاوض على مطال الذراع، فإنهم بجنحون إلى تقسير شكف الحالات الشاذة على أنها «تفاجات عفلة» لا تعكس الواقع الحقيقي للصندوق كله، أو <u>ام</u> بين أواه _____

على أنها ناتجة بيساطة عن مقوات أو أخطاء أنها أو بعض وجوه سوه الفهم. لأني ما إن يتم نشخيصها حتى يسارع مجلس الإدارة إلى تصحيحها ونلاية تكرار حدولها ـ\$ المنتقبل.

تمثل هذه الصورة الرسمية على صعيد عائم الشركات القاعدة الصلية التي تقوم عليها الأحكام القانونية التي تبقى عليها السياسات العامة. كما أنها تستخدم أيضاً لتسويغ قرارات مجلس الإدارة التملقة بالتعويضات أمام حملة الأسهىم وصناع القرار والهيئات القضائية. حيث يجري تصوير تلك القرارات على أنها قد انتقات من منظور خدصة مصالح حملة الأسهم، الأمر الذي يجملها جديرة بالاحترام والتقدير.

وسلسة الساومة على مطال الدراع التي تمثل عماد تلك الصدورة الرسمية قد تقيت أيضا غيولاً واسماً في معظم الأعسال البعثية التي تفاولت تعويضات الديرين- صعيع أن تأثيث الجهاز التتفيذي على أعضاء مجلس الإدارة قد استرعى انتباء أولتك الذين كتبوا على الجهاز التتفيذي على أعضاء مجلس الإدارة قد استرعى انتباء أولتك الذين كتبوا على المورين وجهة النظر المديرين إلى سيما البحوث التجريبية ألجريت على يد خبراء الاقتصاد المالي، وقد كان المسلسة المساومة على مطال الذراع دور أساسي للا توجيه القسم الأكبر من أعسال هـؤلاء . بعض الباحثين في مجال الاقتصاد المالي - سوف نتطرق لاحقاً إلى مقافشة أعمالهـم - تحدث واعن اكتشافات وسفوهـا بأنها لا تتسجم مع مبدأ التفاوض على مطال الدراع أراغ من الميارين. الدراع كي غير المساومة على مطال الدراع كي غير المساومة على مطال الذراع كان بيساطة سيد الوقف في تعامل مجالس الإدارة مع الديرين.

وهـق النموذج السائد . لإ عــالم الاقتصاد المالي . ولاذي أسبيناه هنا مبدأ ، الساومة على مطالها . لإ مطلق المندراج، بجدي تصوير مجلس الإداوة كما لو أنه يمتدد مد الــذراع على مطالها . لإ جميع تماملانه مع المهاز التنفيذي . ويسعى على الموام إلى تمظيم غيمة رأس الكل المسهم. والأطهر التي تتنبي منظر مبدأ مطال الــذراج في نماملانها لديها بطبيمة المعال حوافزها الأهوية لتجنب المطاءات غير المجدية . لاتي من شأنها أن تقلص حجم الفطيرة الرجوة من ترتيبات للتماقد . ومن هذا فإن مبدأ التماقد على مطال الذراع قد فاد الباحثين إلى الاعتقاد بأن ترتيبات تتوسف المحروبان لا بد أن تؤدي يوجه أو بأخر إلى تعطيم القيمة . الأمر الذي

يفسر استخدامنا عبيارة «التعاقد الجديء أو «التعاقد الشالي» بلاسياق الحديث عن ذلك البدأ بلا بعض من أعمالنا السابقة".

والباحشون في الاقتصاد المالي، التطريبون مفهم والتجريبيون. قد بذالـ واجهوداً كبيرة ضمن إطار نموذج مطال الدراع في مصاولات دؤوبية لتضيير ترتيبات التعويضات في شكلها الصام الراشح اليحوم وتفسير النبايين في سياسات التعويضات بين الشركات المختلفة ? وبالفصل هان عؤلاء الباحثين كانوا كلما وقموا على ممارسات أو سياسات لا تتسق مع منطق الحوافيز المجدية افتصادياً. يجهدون أدمنتهم في استنباط الحلول العبقرية التي تعيد ثلك السياسات إلى حظيرة الموافز المجدية وثبتدع وسائل الريط المجديدة تحقق نوع من العبلة بين تلك السياسات من جهة وميداً التعاقد على مطال الذراع من جهة ثانية. أما السياسات أن الأثمانان، ووضعوها جانهاً على أمل أنها قد تختفي من تقتاء نفسها مع مرور الزمن. أو أن الأيام القادمة سوف تحمل مهها حلولاً إضافية تسمح بتقسير تلك الطواهر ضمن إطار أن الأيام الذراع.

لا شك أن الرواية الرسمية التائمة على ميداً مطال الدراج جميلة ومرتة. هنسلاً عن أنها
تبحث إلا النفوس شعوراً بالطمائية. لكن هذا النموذج. كما يوضح الجزء الأول من هذا
الكتساب. عاجز عن تضمير الواقع الحقيقي تصويضات الديرين، أعضاء مجلس الإدارة كان
لديهم على الدوام جملة من الحواضر الاقتصادية التي تدهيم إلى تأبيد التربيات التي
تتأسب أهواء مديري الدرجة المسازة في الشركة، أو على الأقل إلى القبول بثلك التربيات التي
وسايرتها، كذلك فإن عوامل أخرى اجتماعية ونفسية كثيرة قد دفعت بأعضاء المجلس في
صدا الاتجاء - كروابط الزمالة، والروح الجماعية، والدافع الطبيعي لتجنب أشكال التزاع
حسن قريدق إدارة الشركة، بل في بعض الأحيان أيضاً علاقات الصداشة أو الولاء، وعلى
المرغم من أن الكثيرين من أعضاء مجالس الإدارة يملكون أسهماً بلا شركاتهم، فإن دوافههم
المادية إلى معارضة الترفيات التي تحابي الديرين كانت على السوام أضعف جداً من أن
تصدو بهم بالقمل إلى أن يسلكوا طريق المواجهة والمسراع سع مديريهم العامين متحملين
شمسات ذلك من أعياء ومتاعب شخصية منفصة إن ثم نقل مكافة، وأخيراً فإن الحدود

الواقعيبة الضيفة، من حيث الزمن وكذلك أيضاً من حيث مصادر المنومات، قد جملت من الصعب على أعضاء مجلس الإدارة، وحتى على أصحاب اللوايا الحسلة بيثهم، أن يمارسوا دورهم بالوجه للملكوب& عملية تحديد الأجور،

بعض الباحثين الذين كثبوا حول هذه السألة، ذهبوا إلى الزهم بأن قوى السوق، حش لو سلمنا بتحض الباحثين الذين كثبوا هم أن قوى السوق، حش لو بعد ذاتها بإرض أعضاء مجالس الإدارة لتأثيرات كبيرة من جانب الديرين التنفيذيين، كفيلة بعد ذاتها بإرفام كلا الطرفين، موبنات التعويضات ذاتها التبي كانا سيصالان إليها لو سارت الأمور وفق منطق التفاوض على مطال الدراج. غير أن تحليفنا للموقف بيئ أن قوى السوق لا تنتج باندهة الكافية ولا بالقود الكافية لفرض التربيات المطاوية، معميح أن يورضة رأس لثال، وبورضة حكم الشركات، وبورضة الديرين وغيرضا من قوى السوق. قد تقرض بعض الفيدود على تعويضات للديرين، لكن هذه الفهود على مارسات الديرين، لكن هذه الفهود على على على التجاوزات التي تنطوي على خروفات واضحة لنطق التعاقد على مطال الدراج.

إن الرؤية الواقعية لجملة الحواضر والطروف المعيفة بأعضاء مجالس الإدارة تظهر يكل وضوح أن هناك الكثير من العوامل والعواهم التي تحدو بأعضاء المجالس إلى التصوف على تحو مقاير تماماً لما هو متوقع بموجب مقتضيات نموذج مطال الذراج والإصلاحات الأخيرة. كسابة مثال شروط التسجيل الجديدة في أسواق الأوراق لقانية التي تسمى إلى تقهيد حرية الديرين المامين في توزيع الكافأت المالية على الأعضاء المستقين في مجالس الإدارة. قد تفقع في إضعاف بعض من ظلك العوامل، لكنها لن تتمكن من القضاء عليها، وإذا منا اقتصد الأمر على هذا القدر من الإصلاح فإن عملية تحديد الأجوز سوف تستمر بكل بساطة في العرافها بهدة عن نوذج مطال الدراء.

السلطة والأجر

بعد أن نضرع من تحليل عيسوب النظرة التقليدية التبي تقترض التفاوضي على مطال الدنراج، نفتقل ها الجزء الثاني من الكتاب إلى الرؤية النبي تنطلق من أن للجهاز التنفيذي نفوذاً كبير أفهما يغضى تحديد أجور للديرين، إن الموامل ذاتها التي تحد من جدوى نموذج

مطباق المنذراع تقهد بها الوقت ذاتته بأن الديرين قمد كان تهم ناقهر كسير بها تحديد مجم الأجور الذي يتقاضونها من شركاتهم. كليراً ما شنت ترتيبات التمويضات عن إطار التفاوض على مطبال الذراع لأسباب مفادها أن أعشاء مجلس الإدارة قد تعرضوا لتأثيرات معينة من قبل الجهاز التفهدي، أو تأثيروا بأواصر الود التي تربطهم بالديرين، أو افتقروا إلى المواضر الحقيقية للمساومة على التمويضات، أو أقهم ببساطة لم يكونوا موفقين بها تقدير الأبساد الفعلية للتمويضات التي مسأقوها. إن تأثير الديرين على أعضاء مجلس الإدارة شد مكلهم من المصول على مكاسب مجانهة - مكاسب أكبر يوضوح من تلك التي كانوا

بالرغم من أن مديسري الدوجة المنازة يشتسون بصورة عامة بقدر مصين من التأثير بإذ مجالس الإدارة، طبان أبماد ذلك التأثير تتملق بجوانب بنيوية عديدة بإذ نظام الموكمة الذي تعتمده الشركة، والروية الثائمة على سلطة الجهاز التنفيذي تتنيأ بأن المديرين الذين يتمنسون بقدر أكبر من السلطة إزاء مجالس الإدارة، لا يد أن يتقاضوا أجوراً أكثر ارتفاعاً -أو أكثر استغلالاً عن الأداء الذين يقدمونه- بالقارنة مع نظراتهم الذين لا يمتلكون ذلك القدر من السلطة، وبالقطر فإن هناك الكثير من الدلائل التي تشير إلى أن أجور المهرين كانت أعلى وأكثر استغلالاً عن أدائهم كلما كان نفوذهم أوسع وسلطتهم أكبر،

هنالك بالطبع حدود للترتيبات التي يمكن أن يوافق هيها أعضاء اللجلس. التي يمكن أن يسمى إليها الدير من قوى السوق. كبور فيدو مجعفة بصورة فاضعة. وقد يضطر أهضاء الإدارة إذا منا قام يشرير ثرتيبات أجور فيدو مجعفة بصورة فاضعة. وقد يضطر أهضاء المجلس والديرين بلا حالة كهذه إلى تعمل النيمات الاجتماعية التي قد تترتب على فطئهم. غير أن تلك القبود التي تعرضها قوى السوق والتوى الاجتماعية تبقى ويا للأسف بعيدة كل البعد عن القدر الملكوب من الشدة والمسرق، وتسمع بهامش واسمع للأمعراف بعيداً عما يعليه منطق القفاوس على مطال الذراج. إن تبني ترتيبات منحازة لصالح الديرين نادراً منا تترتب عليه أي هواقب اقتصادية أو اجتماعية حقيقية. إلا إذا كانت تلك الترتيبات على درجة غير مسيوقة من القساد، أو كانت بعيارة أخرى من النوع الدي لا يمكن تسويقه أو النفاضي عنه. <u>18</u>______ أم يون أدا. ____

تبعد عواقب، السخط، وكفا مهماً بلا بنيان الصورة القائمة على سلطة البهياز التنهيذي. عندما يقدم مجلس الإدارة على تعرير ترتيبات أجور تطوي على صحاباة واضعة للمديرين، فإن حدة العواقب الالتصادية والاجتماعية التي قد تترتب على أعضاء الجلس والديرين من جراء ذلك تتوقف بالدوجة الأولى على ودة الفعل التي تستيرها تلك الترتيبات لدى بعض الأطراف الخارجية للعنهة التي لا يقوى الديرون أو أعضاء الجلس على تجاهلها. إن حملة الأسهم لأصحاب الناصب على صعيد الماقاصات الانتفاهية وكذلك أيضاً على صعيد مواجهة عروض الاستهاد . كذلك فإن السخطة قد يعظم حملة الأسهم إلى ممارسة أشكال الاضفطة على الديرين وأعضاء المجلس، فضاراً عن أنه قد يحرج هـولاء ويضر بسمعتهم. وكلما كبو حجم السخط المؤملة أن يثيره ترتيب معين من ترتيبات الأجور. كبر معه حجم الحرج الذي سيشمر به أعضاء الجلس لدى تموير ذلك الترتيب، وتعاظم أيضاً حجم تردد الديرين بلا الطالبة بعثل ذلك الترتيب.

إن الدور الهم والحساس الذي يعتسب لطييمة إدراك الأطراف الخارجية المنية الترتيبات التطلقة بسويضات الديرين، والأهمية التي تحتسب لمواقب السطط، من شأنهما أن يفسرا المواقب السطط، من شأنهما أن يفسرا المواقب السطط، من عناصر الصورة القائمة على سلطة الجهاز التنفيذي، والتمويمة، إن الماجة إلى تفهم حجم السخط تعلق لدى مهندسي ترتيبات التمويمات داهماً يعدو بهم إلى لف الحقائدي المتعلقة بصهم التمويمات أخرى - أو بالأحرى، وبعيارة أكثر عمومية، إلى انتهاج سياسة التمويم، وهكذا فإن عقصر التمويمة بسمح للمديرين بحصد مزيد من الكاسب على حساب حملة الأسهم، والأهم من ذلك أن مصاولات التمويم قد تقوم إلى تبني ترتيبات أجوز غير مجدية من شأنها أن تضعف من حوافز الديرين ونؤثر من لمُ سلباً على أداء الاشركة معرضة محفة الأسهم لخسائر كبيرة من وحوافة المنازع كالمنازع كالمنازة كالمنازع كالمنازة كالمنازع كالمنا

ســوف نسوق.بلا الجزء الثاني من الكتاب أولة تؤكد أن ترتيبات التعويضات كليراً ما كانت تصمــم وعــبن مصـمديها على وسائــل التمويه التي تسمــع ياخفاء حجــم الكاسب الحقيقية وتفقيف حدة السخط. لقد عمدت الشركات على نعو منهجي إلى اتفاذ إجراءات نقال من الشفاذ أجراءات نقال من الشفاذية فيما يقود الارتباط الشفافية فيما يقود الارتباط الشفافية فيقادها الشرعي بالأداء. وقد وجدت مصلحة الديرين إلا إحلال الشبابية مصل الشفافية فيقادها الشرعي إلا المديد من سباسات التعويضات المصمحة خصيصى لفرض التمويه. من شاكلة تقديم الإيرادات الإسافية بعد انتقاعد، وترتبيات العقود الاستشارية، والتعويضات المؤجئة. ويرامج انتقاحه، وترتبيات العقود الاستشارية، والتعويضات المؤجئة. ويرامج نقطاحه، وقروضى الديرين وغيرها، وبمسورة عامة فإن دافع التموية يبدي كفاية عائبة الإ

الأجر مقابل الأداء، والوعود الخاوية بشأن أجور الديرين

أولسك الدنين صفقوا لارتفاع تعويضات الديرين ركزوا كثيراً على الكاسب التي ستعود على حملة الأسهم من جراء تعزيز حواطر الديرين على تنظيم فيدة وأسر المال السهم. ويقا الواقع فقد عمد بعض من كهار أهلام الاقتصاد المالي في بداية التسمينيات. من شاكلة مايكل جينسين و كهذن سورية . إلى الإلحاج في حض حملة الأسهم على إظهار مزيد من القبول حيال رزم التعويضيات الضعمة التي ينتشر منها أن تزود الديريين بحواظز قوية تنظيمهم إلى أداء أفضل 16 . وتهما لروية هؤلاء فإن صلمة الأسهم مدعوون إلى الاعتمام بتزويد الديرين بحواظز تعضع بما يكفي من القوة أكثر اعتمامهم بالمبالغ التي منتصرف على أحوز الديرين.

وبالنصل فقت أبدى حملة الأسهم على مدى العتد المانسي نقيلاً كهيرة ألارتقاع أجور الديريين بصفته ثمناً لا يد من دفعه من أجل تطوير حوافز الجهساز التفيني بلا الشركة. وقد جرى تصوير الانمويضات المرتقمة على أنها شرط أساسي لتطوير حوافز الديرين: الأمر الذي يجعل منها استثماراً مربعاً بلا الاتجاه الصمعيع. ولكن لسوء المعظ فإن القسم الأكهر مـن التمويضات الإضافية القدمة للمديرين لم يكن مرتبطاً بأداء مؤلاء. وحملة الأسهم لم يحصلواً على مردود يتناسب مع التكاليف الإضافية التي تصعلوها.

وكسا نوضيع لهُ الجبرَه الثالث من الكساب فإن الديرين قب وطنوا نفوذهيم من أجل الحمسول على تعويضيات أعلى، وذلك عبر ترتيبات تعمدت فعسل الأجر إلى جد بهيد عن _ أبر برن أوار ____

الأداء. لقب كان يمقدور الشبر كات أن تحقق الزيادة داعها يقا المواضر بتكافة أصفر جداً. أو أن توظيف المبالغ الصروفية ذاعها للحصول على حواضر أكبر جداً. إن حساسهة أجور المديرين لأدانهم أكبر جداً مما يفهد به الاعتقاد السائد بصورة عامة.

بالرغم من أن التمويضات التنائمة على مصوق الملكية قد حطيت أخيراً بالقدر الأكبر من الاعتمام، فإن القديم الأكبر من أجور الديرين يأخذ أشكالاً أخرى غير حقوق الملكية، كالراسب والمكافأت على سبيل المثال، تشير الدلاسل إلى أن التمويضات النقدية -بما فيها المكافأت الاستثنائية - كانت بها أحسن أحوالها ضعيضة الصلة بمستوى أداء الشركة منسوباً إلى أداء الشركة المنسوباً إلى أداء الشركات النظيرة بلا مصل المعنى. كانت تلك التمويضات توزع بسخاء حتى على الديرين الذين يقدمون أداء متراضعاً بالمقارنة مع نظرائهم بالا شركات النحف الأخرى، وفضلاً عن ذلك فإن خيراء الاقتصاد لثاني لم يعيروا اعتماماً كثيراً إلى الأشكال الأخرى للتمويضات التي لا تقوم على أساس حقوق الملكية التي دأب الديرون على الأشكال الأخرى للتمويضات التي لا تقدم على أساس حقوق الملكية التي دأب الديرون على والتمويضات القرطات التي لم تسترع الكثير والتمويضات التي لم تسترع الكثير والتمويضات التي لم تسترع الكثير من الدينية، التي يقدم الأحيان أيماداً كبيرة جداً، لم تكن تتأثر إلا فيما لدر بواقع أدا الجهازة التقييدي.

على ضوء تاريخ التمويضات القائمة على غير حقوق الملكية، والذي يشهد بضعف الوابط ينهما وبين أداء الجهاز التقنيدي، فإن حملة الأسهم، وكذلك أيضاً منظمي حركة السوق. لم سمهمم إلى جمل الأجهور أكثر حساسية السلاماء، قد وجهبوا أنظارهم أكثر فأكثر نخو التمويضات القائمة على حقوق الملكية «التمويضات التي تستنم إلى فهمة رأس مال الشركة» وأيدوا اعتماد هذا النوع من التمويضات. وقد أخذ القسم الأكبر من التمويضات القائمة على حقوق الملكية شكل منهازات الأسهم» - خيارات تسمح بشهراء عدد معين من أسهم الشركة بسعر محدد (سمر «الاستخدام»). إنفا تؤيد يقوة التمويضات القائمة على حقوق الملكية التي يمكن أن تزود الديرين من حيث الهدأ بالحوافز المطلوبة، لكن لسوء الحظ فإن المديرين قد تمكلوا من استثمار تموذهم بالا فرض ترتيبات خيدارات تبتعد كليراً عن منطق التماقد على مطال الذراع، وذلك بالاجاهات التي تناسب مصالحهم وأهواءهم، ونتائج تحليلانا تبرا أن بر أمس النمويضات الفائمة على حقوق اللكية قد سبعت للمديرين بعصد مكافأت ثمينة حتى بطّ حالات الأداء الثواضع أو الضميث.

وعلى سبهال الثال فقد فشلت الشركات إلا فشرة ارتفاعات أسهار الأسهيم التي تعود بالدرجة الأولى إلى توجهات عامة على صعيد حقل العمل المشيأ أو إلى تطورات هامة على صعيد السوق، التي لا فضل فيها على الإسلاق الأداء للديرين. فيالر غمم من توفر عليث واسح من السبل والوسائل التي تسمح بفائرة هذا النوع من دثمار المسادفة، طلت الغالبية المقطس من الشركات متمسكة بيرامج الخيارات التقليدية التي تضمن بقاء القسم الأكبر من تعويضات حقوق الملكية القدمة للمديرين في معزل عن التأثير بأداء مؤلاء، وبالإضافة إلى ذلك فقيد دفية فشركات على إعطاء المديرين حرية واسعة للتصبر فيها بقدم لهم خيارات وأسهماً. سياسة عادت على الديرين بالكثير من الكاسب والأرباح، وكلفت بالقابل حملية الأسهم غالباً. ولسوء الحمظ فإن معقوق الملكية استجابة لما تعرض له من شغوط بار البيجها بغصوص التعويضات القائمة على حقوق الملكية استجابة لما تعرض له من شغوط خارجية، لا تزال تعيل بوضوح إلى تبضب البرامج التي من شأنها أن تقضي كلياً على شار المسادفة، بل المسادفية تلك، والأدمى من ذلك أن تلك الشير كات تتعول إلى برامج أخرى، من شاكلة البراميج الغائمة على الأسهم القيد د. عاجزة تماماً عن التخلص مين ثمار المسادفة، بل إنها قد تزيد من احتمال تلك الشمار بق بعض الأحيان.

انتقادات من نوع آخر تستهدف بدورها تعويضات الدبرين

تواجه سياسات تعويضات الديرين أنسكالاً كثيرة أخرى من النقد يستد يعضها إلى وجهات نظر إبديولوجية، بينما يتناول بعضها الآخر الوضوع من جانبه المهجهي، ومن الهم مضا أن نوضع مشذ البداية أن نظر شا إلى موضوع تعويضات الديريس تخطف جذرياً عن مجعل أشكال النقد الأخرى. ويقا الواقع فإن موافقنا تجاه بعض جوانب الوضوع أقرب إلى مسف مؤيدي ترقيبات الأجدور الحالية منها إلى صفوف بعض أشكال النقد الأخرى التي تعاول النهل من تلك الترتيبات. لية البدالية مناك وجهة النظر «الأخلافيا» القائمة على «ميدة العداللة» وقد يشير إليها البعض بأسم «وجهة النظر الشميية» - التي تدارض من حرث البيدة مسألة تضغم الأجور إلى ذليك العد، وتبدأ لوجهة النظر هذه، وبنض النظر عن أي تداعيات عملية، فإن إعطاء المديريين أجوراً تصل إلى مئات أضماف ما يتقاضاه غهرهم من الوظفين الأخرين هو أمر بعيد كل البعد عن معايير العدالة ولا يمكن فيوله لية أي حال من الأحوال.

وانتقادنا اسياسات تمويضات الديرين لا ينبع على الإطلاق من وجهة النظر ظائد. إن مقاربتنا للموضوع تنبع من روية براغماتهة خالصة تولي اهتماماً كبيراً للتداعيات والنتائج. وهي مقاربية تركز بالدرجة الأولى على قيمية رأس المال المسهم وأداء الشركات (ومن ثمُّ أداء الاقتصاد ككل). إننا ما كليا النمترض على تمويضات في مستوياتها المحالية أو حتى في مستوييات أعلى مين ذلك، لو أن تلك النمويضات كانت تخدم على تحويضات الممولى بها اليوم الأسهم عبر ما تخلقه من حوافز، لكن ما يقلقنا هو أن ترتيبات التمويضات الممولى بها اليوم

كذلك من للهم أيضاً أن نعيز بوضوح موقتنا إزاء سياسات التعويضات من وجهة النظر التي تقول إن الموافز المالية ليست على تلك الدرجة من الأهمية فيما يضم تحفيز مديري الدرجة لمن الأهمية فيما يضم تحفيز مديري الدرجة المتنازة ومن ثم فإن تعظيم فيمة رأس المال السهم لا يستدعي على الإطلاق تقديم وزم منصفصة المتنازة ومن ثم فإن تعليم القصل الدين على أهل تقديم . دهب بعض علماء النفس المنصصين في عالم المال والأعمال إلى الزعم يأن مديري الشركات. الذين يتمتمون جميمهم يوضع مادي ممتاز أصلاً . يتحركون بالدرجة الأولى بغمل عوامل من شاكلة الحاجة إلى كسب مزيد من الاحترام . وتحقيق الدات، وما شابه ذلك أ! . وشيأ لقلك الرابة فإن مالتو والمالية ذلك المنازة المالية التعريف المنازة المالية المنازة المالية المالية المالية المالية المالية المالية المالية المنازة المالية المنازة المالية المالية المالية المالية المالية المالية المالية المنازة المالية المالية المالية المالية المالية المنازة المالية المنازة المالية الأنه ينجز عصلاً صعباً وشائكاً بإنتسان واشدارة المالية الشارة المنازة المالية المنازة المالية المنازة المالية الأنه ينجز عصلاً صعباً وشائكاً بإنتسان واشتدن كونها بيساطة التحرين وان تتعدى كونها بيساطة المنازة المورة معلة الأسهم.

وخلافاً لتلك الرابة. فإنسا نشاهر مؤيدي ترقيبات الأجور الحالية افتراضهم الذي يشول أن المديرين على اختلاف مشاربهم بتأثيرون إلى حد بعيد بالحوافز المالية. إننا نقش معهم على أن تقديم الأجور السخية بهدف خلق الحوافز الإيجابية المطاوبة قد يمثل بالفعل استرائيجية تصديم الأجور السخية بهدف خلق الحوافز الإيجابية المطاوبة قد يمثل بالفعل المديريين (وكذلك أيضاً أعضاً مجالس الإدارة) بتأثيرون بالحوافز المالية وأن لديهم مصلحة ملموسة في زيادة أجورهم. تلعب دوراً بالغ الأهمية به تحليلنا للموسوع، ما يقلقنا شعو مبساحة أن المديريين قد استولوا جزئهاً على مكافة التعويضات، الأهمر الذي قاد إلى شرئيبات تجزع من تزويد الديرين بالحوافز المطلوبة.

وأخبراً فإن من الفيد التأكيد على أن انتقادنا تتربيات أجور الديرين لا يتركز مطلقاً ملى حجم التعويضات التي يتقاضاها الديرون. إن ارتفاع مستويات الأجور لا يبني بعد ذاته، من وجهة نظو نا، أن ترتبيات التعويضات تصوف عن مبدأ النداقد على مطال الذراع. واستقاجنا بان الانصراف عن ذلك المهدأ كان ولا يزال يمثل حالة عامة. بستد بالدرجة الأوني إلى تحليل موضوعي لعمليات تحديد الأجور، وكذلك أيضاً إلى دراسة دقيقة للبنية غير الجديدة، والشوعة، والضبابهة التي تعيز ترتبيات الأجور الحالية. وبالنسبة لنا فإن اندليل القاطع على سلطة المديرين فهما يضم الأجور لا يكدن في ارتفاع مستويات الأجور. وإنما في ظواهر مثل وجود تناسب واضح بين السلطة والأجر، والاستخدام المنهجي لسياسات التدويضات التي تسمع بالتعتيم على حجم الأجور وسدى حساسيتها للأداء، وكذلك أيضاً إغداق المكاسب دون مقابل على الديرين للغادرين.

هجم الرهان

منا مي درجة أهمية فضية أجور الديرين؟ ما الذي يجبير الرء على فراءة كتاب برمته حول هذا الوضوع؟ ربما يتساء ال البعض فيما إذا كان لتمويضنات الديرين أثر الاتصادي حقيقي على صعيد قطاع الشركات. وقد يذهب بعضهم إلى الزعم بأن الشكلات الكاملة لي خفل تعويضات الديرين لا تملك أن تؤثر إلا على تحو طفيف فقط في إجمالي حسابات هملة الأسهم، ولذلك فإن تلك الشكلات هي بالدرجة الأولى ذات صفة رمزية.

لكن، حتى لو سلمنا جدلاً بأن الصفة الرمزية غير مهمة. فإن موضوع تمويضات الديرين يتمنع بأصيبة عملية كبيرة بالنسبية لحملة الأسهم وكذلتك أيضاً بالنسبية لصناع القرار ومهندسي السياسات. والأخطاء التي تمتري ترتيبات التمويضات تعرض تكاليف كبيرة على حملة الأسهم. في الايداية مناك هاتض الأجر الذي يحصل عليه الديرون بفضل ما يتمتمون به من سلطة ونفوذه ، وللقصود هنا بفاتش الأجر هو النسارق بين ما يتقاضاه الدير بفضل سلطته ونفوذه من جهة وصا كان سيتقاضاه في ظل تعاقد على مطال الذواع من جهة كانهة. وثيضاً للنقائم التي يسمى بانيف غرنستين بالنماون صع واحد من موافي الكتاب إلى توفيقها على نعو مفصل بها دراسة جاربية 13. وإن البائغ التي تتدرج ضمين إطار فانض الأجور لا يمكن على الإطلاق عدما «كالة ميثاء (مبائغ زهيدة بضه) بالنمية كمملة الأسهم.

أنساء صدة خبس السنوات المشدة من 1998 وحشى 2002، بلنت التعويضات القدمة للعديرين الخبسة الأوائل بها كل من الشركات التضمنة بها فاعدة بهانات التعويضات القدمة المعيرين الخبسة الأوائل بها كل من الشركات التضمنة بها فاعدة بهانات والبالغ عددها إكسيكركوسيد، مجموصة على معوم الشركات التضمنة بها فاعدة لهيانات والبالغ عددها المحال شركة فيصة إجمالية نشارب 100 مقيار؟ (مقاسطة بدولار السام 2002). والقيمة الماسة بها الارصفة المجموع معوضات المبريين الفسطة الإوائل بها عصوم الشركات المسهمة الماسة بها الالإباد القدمة تقشل بدورها أيضاً فيضاً فهمة كبيرة جداً، على معدى عشر السنوات الماسية بها الموائد الموائد

وفضـ لاً عن ذلـك. وربما أكثر منه أهمية ، هـ إن تأثير الديرين بلا ترتيبـات لاتعويضات يضعف الحوافز التضمنة فيها ويمل فيها النشويه. ويتتديرنا فإن الخفاض فيمة رأس الثال

السهم الفاجم من شعف الحوافز وتشوهها -وليس الانخفاض الفائج من الارتفاع الفرط. لِلا أجور الديرون- قد يمثل الخسارة الأكبر التي يتحملها حملة الأسهم بفعل تأثير المديرين. لِهُ ترنيات التعويضات.

تفاقش به تعليقنا مشكلتين التثنين من مشكلات الحوافز التي دأبت ترتيبات التعويضات من حوافز فردج على تقديمها، الشكلة الأولى تتجسد به أن منا قدمته ترتيبات التعويضات من حوافز فردج الديريس من قتر اخي والإصال وحقهم على بدئل مزيد من الجهد لتحسين فهمة رأس المال السهم. كان بيساطة أضعف بوضوح مما يمكن تحقيقه به ظل تماقد فائم على مبدأ مطال الدواج. إن استقبالان كلا النوعين من تمويضات الديريين -القائسة على غير حقوق الملكية وتلك القائمة على حقيق الملكية - عن الإسهام الحقيقي الأولئات الديريين بها تطوير أداء الشركة كان أكبر كثيراً هما قد تنضي به النظرة السطمية العابرة، ولا شك بها أن زيادة حساسهة الأجور فلاداء من شائها أن تنود بمكاسب كبيرة على حملة الأسهم.

أضا المشكلة التألية فنكمن بلا أن سهاسات التعويضات السائدة قد خفقت أيضاً بعضاً من الموافقة المشكلة الثانية وعلى سبيل المثال فإن شعرة المديرين على التصرف بعدية بالنهارات والأسهم القدمة لهم قد خفقت لديهم دوافع شخصية حدث بهم إلى النلاعب بالتنابق، والنشيار الشيئة واختيار الشروهات والإسترائيجيات الأهل شفافية والأقبل التكافئ المثانية على السوق. ومن هنا فإن تعسين برامع الشويضات من شأنه أن يعود على حملة الأسهم بغواف كيارة عبر تقليص هجم الخسائر الشيء بعماُونها من جُراء قلك الماؤوسات الشاؤدة

تظرة إلى الأمام

نتهال بهّ الجزء الوعم صن الكتاب إلى مقاطنة بمش النتائج التي يطالعنا بها تسليلنا على صعيد تعويضات الديرين وكذلك أيضاً على صعيد نظام حوكمة الشركات بصورة أكثر عمومية . يهّ ظل الصحويات التي تحول دون بناء علاقة قوامها ميداً مطال الادراج بين مجالس الإدارة من جهدة والديرين من جهة ثانية . تتضع أصية أن يمدد حملة الأسهم إلى التدفيق والتمعيصان ية تعويضات الديرين للتحقق من جدوى ترتبهات الأجوز المصول بها . يقني ______ أجر دون أواء _____

تحليف الضوء على أنصاط برامج التعويضات التي ينبغي على هيئات السنتمرين دعمها. ومن أمثاة ذلك أن يعمد المستمرون على سبيل الثال إلى الضفط على الشر كات لدهمها إلى استضدام برامدج تعويضات حقوق اللكهة التي تضمن طلترة المسار المسادعة وعزاها جانبا. وانضاد التدابير الكفيلة بربط الأبسور بقوة بالأداء الذي يقدمه البهساز التفيذي. ووضع حدود حقيقية لموية الديرين بلا التصرف بصوافز اللكية المقدمة لهم.

1...ا كان الضفط والرفاية الخارجيان يمثلان وسيلة ناجعة لكشف ما قد يقوم به الاجهاز التنفيد في من مصاولات لانتزاع الكاسب انفسه على حساب الشركة . فيإن تحلياتا يفيد بـ أن ترتيبات التعويضات يجب أن تكون على درجة عالية من الشفاهية . لا يكفي أن تكون الملوسات مناحة للموم . وأن يكون يمتدور فئة محدودة من المنضسمين ومحترية السوق . الارسم إلى الها واستهما بها والإضادة منها . بالنظر إلى أهمهة دور الأطراف الخارجية . من حبث الإدراك وردود الأفسال . وكذلك أيضاً من حيث الرقابة والمتابسة . يمكن الجزم بأن المنافية تمثل عاملاً حاسماً فيما يضم الحسد من قدرة المديرين على التأثير ولا ترتيبات الاندوية . إلا مضاميتها .

إن تطوير ترتيبات التدويضات لتصبح أكثر فاصياءاً مع ميدة التعاقد على مطال الدراح، والدضع بمجالس الإدارة لمارسة وظاهة أكثر فاصلية على أداء الديرين بوجه عام. مهمتان أصحب كلهراً مصا يعتقد الكلهرون، تعرض الإصلاحات التي تم تبنيها أخيراً على الشركات المسجلة به أسواق الأوراق المالية الرئيسة (سوق غيويوراك للأوراق المالية، فاسداك. وسوق الأوراق المالية الأمريكية) أن يكون غافيهة الأعضاء بإن مجالس إدارتها من الأعضاء المستقلين - أي من الأعضاء الذين لا يشغلون أي منصب وطيفي أخر به الشركة ولا تربطهم بها أي علاقة على أخرى، كذلك تعرض الإصلاحات الأخيرة على تلك الشركات أيضاً أن تقوم علاقة على مقوق المكية التصويت عليها من قبل عصوم السهمين. غير أن تطويضات القائمة على مقوق المكية التصويت عليها من قبل عصوم السهمين. غير أن تحليفا يغير إلى أن ذلك الإصلاحات، وبالرغم من أنها تحمل على الأرجع قدراً لا بأس به من الفائدة، لا يمكن الاعتماد عليها بإن سنية إلى خاق علاقة قوامها التمامل على مطال الأدواع بين أعضاء مجالس الإدارة والديرين التنهذيون، علاقة قوامها التمامل على مطال الأدواع بين أعضاء مجالس الإدارة والديرين التنهذيون، علاقة تشكل الفاعدة الصلية التي يقوم عليها نظامنا البديد لموكمة الشركات. ما الذي ينبغي فضاء إذاً؟ إذا أردنا دفع مجالس الإدارة إلى الإضطلاع بدورها الحساس بالشيكل الطاوب. قبل علينا أن تركز فيس فقط على عزل أعضاء تلك المجالس عن دائرة نضوذ المديرين، وإنما أيضاً على ضرورة إضعاف الدزل القائم حالياً بين أعضاء مجالس الإدارة من جهية وحملة الأسهم من جهة أخرى. فيهنما ينهقي أن نقلص من تبعية أعضاء مجالس الإدارة للمديرين التنفيذيين. عليمًا بإلا الوقت ذاته أن نسمى إلى زيادة تبعية أولئك الأعضاء لمعلة الأسهم.

وحتى عندما يتكشف ضعف ويؤس أداء المجلس ويعم الاستهاء بين صفوف السهيدين، فإن سبا بواجهه أعضاء المجلس من تهديد لعضويتهم، سواء عبر منافسة انتخابية أو عبر صفقة استهداء من قبل أحد النافسين، لا يتعدى كرنه تهديداً طنيقاً جداً، وهذا الوضع لا يجوز له أن يستمر بما ينطوي عليه من خلل فلا موازين التوي. إذا أردنا أن نعلق تحسيناً حقيقياً في أنه مجالس إدارة الشركات، فإن عالم موازين التوي أولاً من الترتبيات التي تعطي أعضاء المجلس مفعة في وجه محاولات الإقالة سواء أخذت علك المعاولات شكل تحديث انتخابية أن شكل صفقات استهلاء، وإذا تعذر إلفاء تلك الترتبيات فإن علها على الأفل أن نضعف من شأنها قدر المنطاع، وبالإضافة إلى ذلك لا يجوز أن تحتفظ مجالس الإدارة بعق النفض النفرية بنظام الحوكمة في هيئاق الشركات الحالي- فيما يضمن تغيير أو تعديل الترتبيات المنطقة بنظام الحوكمة في هيئاق الشركة.

بالرغم من أننا نقدم بإذ فصول الكتاب استعراضاً موجزاً ليمض النتائج التي خلصنا إليها الإنحليات السألة تعويضات الديريان، فإن هذا الكتاب لا يهدف إلى تقديم مشروع تقصيلي للتغييرات الطلوبة على صعيد ترتيبات الأجور أو على صعيد نظام حوكمة الشركات. بل إن جسل ما نسمى إليه بإذ هذا الكتاب هو التركيز على بعض التعليوات الأولهة الهمة والحساسة: إيضاح أن مجالى الإدارة. خلافاً للروية الرسمية حول تعويضات المديرين. لم تكن تتعاوض مع الديرين على مطال دراجها فيما يخص أجهوهم: وتوضيح كيف أن نقوذ المديريين وسعههم وراء الكاسب الشخصية قد لعبا دوراً مهمناً بإذ تحديد مطال الذراع وما تبعه منولاء: وتقديم دراسة وافية لما نتج عن ذلك من الحراف عن نموذج مطال الذراع وما تبعه من أذار سليها ونتائج مكسية. نصن أمام حقل بمكن ههه الازدراك المفهق لعقيقة الشكلات أن يساعد كثيراً في حلها أو التنفيض من حدثها. إن قدرة الديرين على التأثير في البنت الناطعة لأجوزهم تتوقف إلى حدد بعيد على إمكانية إخفاء ما هد بغرزه ذلك التأثير من تشوهات عن أمين العنهين في العموق - ولا سيما المستمرين المؤسساتين. ومن هنا فإن استيضاح حقيقة أن سلطة الجهاز التنفيذي هد نطق شدوداً كبيراً عن معيفة التناقد الفاحلة، يمكل بعد ذاته أداة ناجعة نصمف بيساطة من قدر الديرين على تمويه مكاسبهم غير المنتحفة وإخفائها عن الأعين.

إن معالجه الشكلات التي تواجهها اليوم ية نظام حوكمة الشركات تتنفني بالضرورة إجراء إسلاحات بنيوية إضافهة تتضمن إعادة النظر ية موازين القوى بين مجالس الإدارة وحملية الأسهم. لإضاح الجال أصام إصلاحات من هذا القبيل بجب على حملة الأسهم. وكذلك أيضاً على الأطراف الرسمية المنية بتنظيم حركة السوق. التوجه أولاً نحو تطوير فهم أكثر دفة وشمولية لما تنصف به أفطاء نظام الموكمة الحالي من التهجية و عمق الأثر. وصا يترثب على ظلك الأخطاء من تكاليف باصطة. والساعدة على تطوير ذلك النهم تمثل واحداً من الأمداف الرئيسة للكلف الذي بين أبديناً. الآول

الجزء

الرؤية الرسمية ومضاعر قصورها



[1] الرواية الرسبية

مجلس الإدارة هو الأماد الرقابية الكليلة برصد ومتابعة أماه الجهاز التنفيدي. والسؤولة أمام معلة الأسهم

إيرا ميلستون ،مجلس الإدارة المشرط د 1995

من النيب أن نستهل مشوارنا بقديم توصيف موجز للمسورة «الرسية» السائدة فهما يغصس تعويضات المديرين - حيث تتفاوض مجالسي الإدارة على مطال الدراع مع الديرين التغيذي بن للاتفاق على ترتبسات أجوزهم بما يغدم مصالح السهمين. تشكل هذه النظرة الأساس الذي يقوم عليه موقف طائين الشركات من تعويضات الديرين، كما أنها تساعد في شرعف قد ترتبسات التعويضات وتمكس طبيعة التوجهات التي ضاعت تلك الكلاة المسخمة من الأعمال البعشية حول موضوع تعويضات الديرين التي أدار دنتها خبراء الافتصاد المائي.

مشكلة التوكيل

يفصب تركيزنا في هذا الكتاب على الشركات السهمة الأمريكية العامة (التي تطرح أسس الأسهم يفتوله أسهمها للاكتباب العام) النبي لا تضم يين مسهيهها من يعلن قدراً من الأسهم يفتوله التحكم بالشركة. هذه البنية الأكثر شيوعاً في الولايات المتحدة. خلاصاً لعال المديد من الدول الأشعري، بعد الاقتصاديان أدولت يبرل و غارديتر مهنز أول من قام يتوثيق التشت في مسالح حملة الأسهم عام 1932. في بعنهما الكلاسيكي والشركة المسهمة المعاسرة والملكية الخاصة. في لا تزال يفهة الملكية هذه إلى الهوم البنية الأوسع النشاراً بين الشركات السهمة العامة في الولايات المتحدة الأمريكية.

_ أم يوذا. __

إن حملية الأسهم بقاشر كة مسهدة عامة من هنذا النوع غير فادرين على مرافقية أصال المديريين أو التأثير بقاوجهتها. الأمر الذي يعطي الديريين الذين يتوليون إدارة الأعمال اليومية في الشركة هامشاً لا يأس يه من المسلاحيات. تقفسل ملكهة الشركة في هذه الحال إلى حد بعيد عن إدارتها. فعملة الأسهم يعلكون الشركة. بيتما يعلك الديرون زمام التمكم إلى حد بعيد يتوجهات الشركة وأعمالها.

هذا الفصل بين ملكية الشركة وإدارتها يطلق ما يعرف يلا قاموس خبراء الاقتصاد الثالي باسم عملاقية التوكيل: حميرو الشركة يعدلون وكلاد لحامليي أسهمها. والوكلون (حملة الأسهم) غير قادرين على الجزم بأن الوكلاء (الديرين) سيتصرفون دوماً بما يعدم مصالح موكليهم على الوجه الأمثل، وبالنتيجة، فإن الديرين – الوكلاء، والذين لا تتطابق مصالمهم تمام أمع مصالح السهمين – الوكلان، قد يتحرفون عن المسار الأمثل بالنسبة لحملة الأسهم. وهذه المشكلة تموض عن المسار الأمثل بالنسبة لحملة الأسهم. لتنطقت مصالح مصالح المسهمين قد يتضمن فيما يتضمنه ملوكاً مغير فاعل – سلوكاً بلعن الشرو بالقبيدة الرأسالية بشر التهاء بين مصالح عدلة الأسهم يشار إليها باسم «كاليف التوكيل».

ومشكلة التوكيل من شأتها أن نؤتر على طيف واسع من خيارات الدبرين: كعجم الجهود التي يبيعون لأنسجم الإستفادة منها، وجملة الشي يبيعون لأنسجم الاستفادة منها، وجملة الخسر ارات الاستراتيجية والعملية التي يتخذونها باسم الشركة. وية كل من نلك الحالات لا الخسر ارات الاستراتيجية والعملية التي يتخذونها باسم الشركة. وية كل من نلك الحالات لا الأسهم، لنأخذ على سبيل المثال مسألة الجهود التي يبدئها الدبرون بلا عملهم، ولا الأميرين يتحملون على العسميد الشخصي تكفئة الجهد الذي يبذئونه بلا عملهم، ولا يجنون إلا جراء أصعوداً فقط من المنافح التي يبدئها عملهم على الشركة. فإنهم سيميلون بيطيعت الحسال إلى توقير بعض الجهد على أنفسهم، والمجهود الدني سيدلونة لن يرتقي إلى الحد الثالي الذي يعتمن للشركة أكبر فدر ممكن من الكاسب وبالقابل، ونظراً لأن الدبرين بجنون منافح مباشرة من السهيلات التاحة لهم ولا يتعملون إلا الازر الهسير من الكاليف التهم المبيلات.

كذلك فإن مصالح الديرين الشخصية من شأنها أيضاً أن تؤثير سلياً على القرارات التي تخص حجم المركة، طقد يميل الديرون التنفيذيين إلى تضعيم حجم الشركة، لما لية ذلك من زيادة في هيئيسم، وها التسهيلات لفتاحة لهم، وية تمويضاتهم وغيرها من المكاسب الشخصية الأخرى. لما كان غالبية الديرين يعدون أنفسهم بالمزيد من المكاسب الشخصية إذا ما تسفى لأحدم أن يتربع على عرش شركة أكبر وأضخم، فهم قد ينعبون الشخصية إذا ما تسفى لأحدم أن يتربع على عرش شركة أكبر وأضخم، فهم قد ينعبون شأنها أن توسيح ممثلكات الشركة، أو حيازة شركات أخرى، أو القيام باستثمارات إضافية من شأنها أن تضمر بتبعة حقوق الملكية، كذلك فهم قد لا يدركين ضرورة تضييق نطاق أعمال الشركة وأعادة ترتبب الأولوبات عندما تعلو الأصوات الطالبية بتمجيم الشركة، وفضلاً عمن ذلك فقد يعمد للديرين، بدافع تضادي انكباش الشركة أو بهدف توفير الإمكانيات اللازمة لنوسج حجم الاشركة مستقبلاً، إلى احتجاز فانض على الشركة بدلاً من توزيح ذلك الفائض على المسهمين، حتى لو لم يكن هذالك أي أشاق للفرص الاستثمارية الإنسافية المربعة.

كذلك هيإن مشكلات التوكيل من شأنها أن تؤثر أيضاً بإلا العديد من القرارات الإدارية الأخدرى، فالمديرون هد يميلون عموماً إلى إدارة الشركات بالسبل التي تضمن لهم إرضاء رغباتهم الشخصية، أو على الأقل بالسبل الأكثر انسجاماً مع توجهاتهم الشخصية، حتى لو كان ذلك على حساب مصالح حملة الأسهم، قد يذهب الدير إلى الاستثمار بالا مشروعات مشكوك بربعيتها لمبرد أنه يشمر بالبل نحوهذا الشروع أو ذاك، وقد يعيز عن انتفاذ بعض التدابير الضرورية إذا ما شاوضت مع مصالحه الشخصية، كان يتقاعس عن تسريع بعض الوظفين للقصورين بسبب ما بربطه بهم من علاقات الصداقة على سبيل المثال.

وأخيراً فقد يتمسك المديرون بمناصبهم ويطل أحدهم فابضاً على بعث قيادة الشركة بالرغم من أنه فهيمد الشخص التناسب لتولي هذه الهمة ⁶. ويلا هذا السهاق نبعد أن الديرين كليراً ما يرفضون عروض منم مفرية تقدم لشركاتهم. أو يقفون يلا طريق معاولات استيلاء من شأنها أن ترفع فهمة وأس المال المسهم؛ لأنها قد تكلهم مناصبهم. كذلك نجد أن الديرين يجتمون عادة إلى العمل على تعزيز التدايير التي تضمن لهم القدر الأكبر من المعسانة ضد خطر الاستهدال (كتبني تدايير وفائية ضد معاولات الاستهلاء على سبيل المثال).

مجلس الإدارة بصفته الحارس الأمين غصالح السهمين

تمسترف النظرية الرسمية حول تعويضات الديرين بحقيقة وجنود مشكلة الركوكيان بلة الشركات السهمة العامة التي تفصل إدارتها عن ملكيتها. لكنها تقدرض أن مشكلة التوكيل بلة الشركات السهمة العامة التي يتفصل إدارة الشركة الذي يمارس رقابة محكمة ورشر افأ مهاشمة وأشر افأ مهاشمة وأشر افأ مهاشمة أن التي يعارس وقابة إدارة الشركة لا تتلع ضمن مياشمو أغلى على على الديرين التفييزين أو غيرهم من أصحاب الناصية. وأنما تلحصر بلة مجلس الإدارة والذي يفترض أن يشرف على إدارة أهمال الشركة وعلا فأنها كافاة أ

بالرغم من أن مجلس الإدارة بسلك بالفعل السلطة الرسمية والصلاحيات اللازمة. إلا أن أعضاء المجلس لا يتنظر منهم أن يتدبروا إدارة الشركة بأنفسهم. فأعضاء مجلس الإدارة الشركة بأنفسهم. فأعضاء مجلس الإدارة بلا الشركات المسهمة العامة لديهم أعمالهم الأخرى التي تستموذ جل وقتهم، ولا تسمع لهم بالتشرخ للمهام القوطة بالمجلس هندنلاً عن أن الكابرين من أعضاء المجالس بجممون بالا الوقت ذاته بين عضوية أكثر من شركة. لذلك فإن من الطبيعي أن يقسما المجلس اليابية المجلس اليابية المجلس اليابية المجلس المجلس التي تخوله التدخل مني شاء كفيلة، وفل المدير المحالم التي تخوله التدخل مني شاء كفيلة، وفل المناز المسلم الذي يخدم مصالح الشركة. إن تنظر بدخل مجلس الإدارة من شأنه أن يحد كبراً من مهل الديريين نحو السياسات التي تخدم مصالح السياسات التي تخدم مصالح السياسات التي تخدم مصالح المساسات التي

ويفترض بها أعضاء مجلس الإدارة. بعد اختيار الديرين التنفيذين وتسليمهم مهامهم. أن يرافيها أداء هيؤلاء الديريس وأن يعمدوا إلى استبدائهم عند الضسرورة. والقرارات المسيوية، من شاكلة قرار الرد على أحد عروض الضم. لا يمكن لهنا إلا أن تعريق فهاية المعلف عبر فقوات مجلس الإدارة الذي يتمنع بالسلطة المطلقة فقبول التوسيات القدمة من الإدارة التغيذية أو رفضها والتصرف وفق ما يراء مقاسهاً.

لها أدانه الهامه الإشرافها لها الشركة يجب على مجلس الإدارة أن يتوجه بالدرجة الأولى نحو ما التنضيه مصلحة الشركة ومصالح السهدين. فأعضاء البجلس يحدقون واجبأ الثمانها تجماه الشركة ومعلة الأسهم. وفضالًا عن مسؤولهاتهم المتعلقة بذليك الواجب فإن أعضاء المجلس لديهم أيضاً دوافتهم الشخصية التي تحضهم على خدمة مصالح المسهمين. واخفاقهم بلاذلك قد يدفع بصعلة الأسهم. تبماً للاعتقاد السائد، إلى استيدال هذا المجلس عبر انتخاب قائمة جديدة من الأعضاء. أو عبر يبع أسهمهم لطوف خارجي يسمى تأسيطرة على الشركة.

المناومة على مطال الذراع حول الثمويضات

إذا سا أخذنا باتصبيان مصلحة الديرين الطبيعية في بدل القبل وتقاضي الزيد، فإن من البديهي الاعتقاد بأن تغويل الديرين بتحديد أجورهم بأنفسهم سوف برنب على الشركة تكاليث توكيل ضغصة. لذلك فإن الشر أوات التطقة بتمويضات الديرين تقدرج في عداد السؤوليات القوطة مباشرة بمجلى الإدارة. وتبنأ للنظرية الرسمية حول تمويضات الديرين فيأن مجلى الشركة والشمال ذراعه واضعاً في ذلك نصب عينيه مصالح الشركة وحملة الأسهم ولا شيء سواحا، وهذا الاستفاد يشكل الأساس نصب عينيه مصالح الشركات في تقامله مع قرارات مجالس الإدارة حول التمويضات. وانطلاقاً من اعتقادها الراسخ بأن أعضاء مجلى الإدارة بستفتر من الحياتهم في إدارة أعمال الشمال الذارة بستفتر من محكمة ديلاوير الطبا أخيراً أعمال الشمائل شكلية؛ المباشل المسائل مكلية، فإن المباشل المسائل مكلية، فإن المباشل المسائل الملائلة وتعرف ويقية تمويضات الديرين هي بطبيعة الحال مسائل مكلية،

والافتراض ذاته يمكل أيضاً القاصدة الأساسية التي يقوم عفهها ذلك الكم الهائل من الأحسال البحثية التي خصريها باحثو الاقتصاد المالي موضوع تمويضات الديرين، يفتوض التمسوذج الأكثر انتشارة مسالت الديرين، يفتوض النسوذج الأكثر انتشارة مسالة التمويضات، يأخنون لأنتسهم مواقع مستقلة يلا مواجهة الديرين، ويحساول ذلك النسوذج إظهار المجلس كما لو أنه يسساوم الديرين واضماً نصب عينهه هدفاً وحسداً لاثاني له يتمثل يلا خدمة مصالح حملة الأسهم وحسب، وقد عمد باحثو الاقتصاد الناظمة لتعويضات الديرين، إلى

_____ أمر دين أواه _____

بنل قمر كبير من الجهد البحثي ضمن إطار نموذج الساومة على مطال الدوام⁶⁰. حتى بعد موجـة فضائح الشــر كات التي أخنت بالاندلاع مع أواخر الســام 2001 فال بالعثو الاقتصاد المــالي متمسكـين بمنظور التعاقد على مطال الــنز اع بصفته العدسة الرئيســة التي ينبغي النظر إلى ترتببات التعويضات عبرها.

التماقد المجدي والأجر المرتبط بالأداء

وبالإضافة إلى ذلك، عندما يتفق البانع والشاري - بفرض أن كلههما عقلاني وكلههما حريص على مصالحه - على عقد صفقة ما ، فإن عقد الاتفاق بنبغي أن يعيل بطبهمة الحال إلى تجنب الشروط غير المجدية ، أي الشروط التي تقل من حجم الكاسب القصوص عليها في المقد التي يشترك فيها طرفا الصفقة. لذلك فإن عقود التشفيل تسمى عادة إلى الإفادة من صنوف النمويضات الدعومة ضربيباً التي من شأنها أن نزيد الثروة الإجمالية للطرفين مماً . كما تسمى بالقابل إلى تجنب أشكال الشويضات التي تفرض أعباء ضريبية إضافية وتقلل بذلك الشروة الإجمالية لسكلا الطرفين. ومن هذا فقد وجد باحثو الاقتصاد المالي وصف بعض الشروط التي بدت غير مجدية بأنها معيوة مقاً ، الأمر الذي دهيم إلى متابهة السمى بخشى الوسائل إلى إيجاد مفقد يسوغ ربط تلك الشروط بتطورات محتملة كان من المدى أن تؤدي الى تطبيع القيدة في نهاية الطاف.

لقد اعتقد الافتصاديون منذ زمن بعيد بأن عقود التعويضات الجدية ينبغي أن تربط الأجر بـالأداء كى تمنع الديرين حوافز إيجاهـة تدهمهم إلى تقديم أفضل ما لديهم. وية المقبقة. وتبعـاً للقطرة الرسمية. هـاِن ترفيهات التموهـات تمثل أداة مهمــة لتقليص تكاليف التوكيل. وحساسية مشكلة التوكيل تضاعف من ضرورة وأهمية التوطيف الفاعل لتلك الأداة.

إن أعضاء مجلس الإدارة لا يمكون عموماً لا الوقت الكلغ ولا الملومات اللازمة لرصد ومنابعة جميع الأعمال التي يقدوم بها الجهاز التنهيذي والتأكد من أنها تصب جميعها لم خدسة مصالح حملة الأسهم. ولذلك فإن من الهم جداً استمالية المدير العام إلى التركيز في عمله على مصالح المنهمين والابتعاد عن خيارات المسالح الشخصية الضيقة. ولا سهما إذا ما أخذنا بالحسيان الصبلاحيات الواسعة المرتبطة بمنصب الدير العام الذي يمثل وأس الجهاز التنفيذي في الشركة. ومجلس الإدارة يستطيع بالقبل أن يؤثر في المدير العام ويضعه على سكة مصالح السهمين عبر تصميم ترتبيات الأجور على النمو الذي يمنح الدير العام ويضعه حواضر حقيقية العمل على تعظيم قيمة رأس المال السهم. وصن هنا فإن أصحاب النظومة الرسمية ينصاب النظومة بين برنامج المواضوعة وتقويم الكثير من القرارات التي ينتخدما كبار المديرين بعب رئامج الأجور المدوس بطابة يمكن أن يعدد الأفرة التملقة بها المدوس بطابة بنام الناس عين متابعة وتقويم الكثير من القرارات التي يتخدما كبار المديرين عشاد الذوكل، وتحدين الأدارات الديرات كبيرة من حيث خفض التوكيل، وتحدين الأدار، ونطهم قيمة رأس المال المدهم الم

غير أن ربط التعويضات بالأداء قد يتطلب من انشركة الاستداد لرفع مستوى تعويضات الدريين؛ لأن الأجر الناسال للأداء أهل جاديه لها أمين الديرين من الأجر الناس الماقل له من حيث القيمة المتولدة ولأن أداء الشركة سوف يتماق بيمض الموامل المستقبلية الخارجة له من حيث القيمة المتولدة الإفراء يجعل مستوى التعويضات عرضة لبمض المخاطرة، عن سيطرة الدير فإن ربط الأجر بالأداء يجعل مستوى التعويضات عرضة لبمض المخاطرة والمديون بياون عموماً إلى تجنب المخاطرة - وصعى يتوليون الدولار الواحد مضمون الدفع بأعلى مما يتوليون أجبراً متغيراً فهنته المتوقعة دولار واحد (هرصة لكسب دولارين الثين الحياس مما يتوليون أجبراً مثال)، والنشور من المخاطرة يتقل من فهمة التعويضات الشائمة على سبيل المثال)، والنشور من المخاطرة يتقل من فهمة التعويضات الشائمة على أساس الأداء يهمة إجمالية تتجاوز بوضوح الشريخة التعويضات الثانية المازمة تنطيبة ، فهمة حجزء الديرين المشيين، وطائماً أن حوافز فهما المديرين تنشع يدرجة كبيرة من الأممهة. شبان الشد لبعدى ينبغى أن بتسم جزءاً رئيساً

صن تعويضاته بأشكال تحفز إلى تحسين الأداء وتكافئ على الأداء الجيد. ولهذا السيب فقد ذهب الالقصاديون منذ زمن بعيد إلى التأكيد على أهمية زيادة حساسية الأجر للأداء ¹².

وية الحقيقة فيإن مردود الحوافز التضمئية ية الأجر القائم على أساس الأداد قد يكون كبيرة إلى الحد الدني يجعل من مصلعة حملية الأسهم أن يقدموا لديريهـــم تعويضات تقوق بوضـــوح «فيمة الحجزء اللازمة لاجتذابهم إلى الشركة وإيقائهم فيها. إن من الجدي أن تقدم الشركة 5 (1,000,000 أو أضافية تعويضات قائمة على أساس الأداد. إذا كانت الحوافز الإضافية النبي ستخلفهــا هذه القهمة ستتمكس على أداد الديرين على نحو يقتطر منه أن يزيد القهمة الرئيادة ية التمويضات خارج حدود حقيمة حجزه الديرين لا يمكن لها أن تشكس بما يصب بة خدمة مصالح حملة الأمهم إلا إذا فعمت على شكل تعويضات فائمة على أساس الأداد.

إن من القيد أن نوكز . في احتيارنا للواقع العطي ومدى انسجامه مع نظرية التعاقد على مطأل الدراع، على بنية تعويضات الديرين وليس على حجم نقك التعويضات. فا كان مجلس الإدارة الساعي إلى تعظيم فهمة وأس القال المسهم قد يعمد إلى رفع مستوى التعويضات أملاً هية تعزيز حوافز الأداء. فإن ارتقاع مستوى التعويضات بعد ذاته لا يعكس بالضرورة انعرافاً عن ميدة التعاقد على مطأل الدراع، غير أنه ما من سبب بجعاضاً نتوقع من مجالس إدارة الشر كان، من منطق التعاقد على مطال الدراع، ذلك إصدرا واسع النطاق على التعسف بترتيسات تعويضات غير مجدية تجزي الديرين بطوق لا تعود على الشركة بأي مكاسب بقال ما تعطوي عليه من الموامل المشوهة للموافز وغيرها. وقذلك فإن الإثبات المعلي على أن تلبك الترتيسات غير المجدية منتشرة ومتأسلة على نطباق واسع من شأنة أن يقدم دلاكة أكثر فوة ووضوحاً على مظاهر انحراف الواقع العملي عن نموذج مطال الذراع من مختلف الدلالات المستعدة من حجم التحويضات بعد ذاته.

إنها السوق

كثيراً ما يحاول الدافعون عن سياسات التمويضات السائدة بناء حججهم على قاعدة التفاظير الذرعيج معرآسواق للواهب الأخرى، وعلى سيل الشال فقد ذهبت مستشارة التعويضات الشهيرة إيـرا كاي. ية شهادة لها أصام لبنة من مجلس الشهيرخ الأميركي.
إلى دعـم شهادتها بعجبة مفادها «أن سـوق عمل الديريس المامين تحقيق جميع معايير
السوق. شأتها بلا ذلك شأن أي من أسواق المبل الأخرى. أأ . وفقاً لهذه الروية فإن ترشيبات
التعويضات ساحي إلا النسانج الطبيعي لقوى السـوق المتصاربة، أي محصلية فوى العرض
والطلب على المهارات الإدارية، وترتيبات تعويضات الديرين التي تعرزها فوى السوق وفق
شنك الألية الطبيعية ليسبت بأكثر إشكائية، ثيماً لهذه المجة، ولا هي أكثر مدعاة للشك من
ترتيبات التعويضات التي يعصل عليها بعض الأقواد ذوي الدخول المرتمة من شاكلة نجوم
الرياضة أو مشاهير المثاني،

هل يمكن تشبيه الدبرين العامين بنجوم الرياضة؟

غير أن الأفهة التي تعرز تعويضات شخص مشل أوفهل تختلف جذرهاً عن ظله التي تقرز تعويضات شغص مثل مدير عام شركة ديستي مايكل أيسنر على سبهل الثال، وأوثلثه الذين يستحضدون مقاربة السوق يستندون إلا حجتهم ضمناً إلى فرضية الساومة على مطال السدراج، التي تصبح إلا حالة نجوم الرياضة ولا تصبح البشة بلا حلالة الديرين العامين. لدى تحديد ترتيبات تعويضات نجم من نجوم الرياضة لهى هناك ما يدعو إلى التشكيله. إلا أن مدير أعمال النادي يتفاوض مع ذلك النجم على مطال ذراعه. فددير أهمال النادي يسمى بحكل شفافهة إلى خدمة مصالح النادي وليس مصالح هذا اللاعب أو ذاك. وعند انتفاد صفضة ما بين الشاري والبائع المتقاين تماماً أحدهما عن الأخر شإن اليد الدفنية لقوى السوق تعمل عادة على خلق ترتيبات مجدية لكلا الطرفين.

وبالفصل فإن من اللهد أن نقصط هذا أن ترتيبات تعويضات أجوم الرياضة. بالرغم من الأنساع طلا الشركات الانتجاب الدير العام بلا الشركات المتعلقة المتعاونة بين المتعاونة الم

<u>40 ______</u> أم يون أوار _____

العشد . فإن الانوادي لا تقدم لهم عموماً أي وجه من وجوه التعويضات الطنخمة خارج حدود تلك المدة، فلا على تمنطهم العطاءات السخية لمدى التقاعد ، ولا تقدم لهلم التسهيلات المجزية لمدة ما بعد التقاعد . كذلك فإن الانوادي لا تقدم الرياضيين عموماً أيا من ترتيبات الافقاء القيمة الإجمالية للتعويضات . وعندما يقرر القادي التخلي عن أحد اللاعبين فإنه لا يقدم له عادة أي عطاءات مجانية فوق استعقاقاته التصوص عليها بلا العقد. كما ستشاهد أثناء مشوارنا مع فصول هذا الكتاب فإن هذه المارسات جميعها تدرج بلا عداد السياسات على أن الديرين لا يمكن تشبيههم بلا أي حال من الأحوال بنجوم الرياضة.

هل يجوز القول إن غالبية الديرين يتقاضون أجوراً مقرطة؟

كذلك يسوق الدافعون عن ترتيبات الأجور الحالية حجة أخرى مفادها أن السبيل الوحيد للمكم فيما إذا كان فرد ما يتقاضى أجراً مفرطاً إنما يمر عبر القارئة مع التعويضات التي يتقاضاها نظراؤه يلا السوق المفرة. إن من غير المكن الحكم على ترتيبات تعويضات بمينها، وفيق منا تقوله هذه المعجة. خارج سهاق الاسوق الخاصة الشي بعث فيها تلك الترتيبات إلى الوجود. ونبماً لهذه الروية فإن من غير التعلقي، بحكم التعريف. الزعم إن غالبية للديرين يتقاضون أجوراً مفرطة. وفضلاً عن ذلك فإن هذه الروية تعبثنا أيضاً بعدم جواز النظر إلى ترتيبات التعويضات كترتيبات إشكالية طالما أن مجالس الإدارة نستطدم نتائج استطلاعات السوق لتعدد تعويضات مديريها بما يتسق مع ما يتقاضاه نظر الإهم من مديري الشركات

صحيح أن من غير المكن، بالتعريف، أن يتقاضى غالية الديرين تعوضات تعق القيمة الوسطى لتعوضات الديرين في مجموعة الشركات النظيرة الفنية. غير أن مجالس الإدارة الساعية إلى خدمة مصالح شركاتها على مطال ذراعها ينبغي ألا تقف عند حدود التأكيد على أن التعويضات التي أفرتها قابلة للتسويغ كونها تسنى عموماً مع مستويات الأجور السائدة في السوق. إن مجالس الإدارة التي تتصرف فصلاً على مطال ذراعها يفترض بها أن تُسِدَل أقصس جهدها . لِهُ مواجهة الظروف العامة التي تعرضها السوق. من أجل تحقيق أفضل المكن بالنسبة لحملة الأسهم.

وهنسلاً عن ذالك. ويه طل فياب الأليات التي تضمن المساوسة على مطال الذراع، فإن الطلق بشأن ترتيبات تعويضات الديرين يصمب تنحيته جانباً بهسند البساطة عبر التأكيد على أن جميع الديرين يحصلون على رزم تعريضات منشابهة فيما بينها، فنهاب المساومة على رزم تعريضات منشابهة فيما بينها، فنهاب المساومة على مطال الادراع قد يضي في هذه الحالة أن الديرين جميمهم بتقاضين أجور أعفر طلا أن يتنافضون أجورهم بأشكال فير مجدية، ويا سوق كتلك تسود مستويات أجور أعلى بوضوح من المستويات التي كانت السوق التعال الدراع، وهكذا، وعندما تكون السوق بأكمنها عرضة للتشويه نتهجة غياب المساومة على مطال الذراع، وهكذا، وعندما تكون السوق بأكمنها عرضة للتشويه نتهجة غياب المساومة على مطال الذراع، وها الاعلاق نتهديد المغاوف

وأخير أيمكن القول إن صحبة الحجج القائمة على ضرورة احترام جمهم المطهات التي تعرزهــا السوق تتوقف إلى حد بعيد على ما إذا كانت تلك المطهات ناتية بالفعل بها القام الأول عـن تعاوضات على مطال الغزاج بين مديرين يعرضون خدماتهم ومواهبهم من جهة. وطــرف أخر حريص على صــون مصالحه ير غهها تعراد تلك الخدمات والواهب من جهة أخــرى، والسوال الجوهري الذي سنوله اهتمامتــا يقا الفصل القادم هو ما إذا كان نموذج مطال الدراع يمكن بقدر كاف من الدفة حقيقة الواقع العلى للشركات السهية العامة.



هل كانت مجالس الإدارة تساوم المديرين على مطال نراعها?

أهضاء مجالس إدارة الشركات السهدة، بصفتهم أوصياء على أموال أناس أخرين وليس على أموال تخصهم شخصياً ... لا يمكن أن ننتظر منهم ... حماية ثلك الأموال بالقدر ذاته من البقطة والحرص (اثناي نتوقعه هـن أصحاب الأموال بالقدر م

أبم سيند 1776

تقر وجهة النظر التي تقترض التعاقد على مطال الذراع أن الديرين ليسوا مضهن تقاشهًا بغدمة مصالح حطة الأسهم، وتسترف بأن الديرين قد يسلكون سبلاً تلائم مصالحهم
الشخصية على حساب مصالح شركاتهم – وهو توجه يفترض أن تتكفل الحوافز الناسية
والرفاية النصيقة من قبل مجلس الإدارة بكيج جماحه. غير أن نموذج مطال الدراع يفترض
ضمضاً أن أعضاء مجالس إدارة الشركات، خلافاً للمديرين التنفيذييين، جديرون بالثقة
وأنهم معنون بطبيعة الحال بخدمة مصالح المسهمين.

إذا انطلقت من أن الديرين لن يسعوا بالقطرة إلى تعظيم قيمة رأس المال السبهم، هما المناسب يدعونا إلى الاعتقاد سلفاً بأن أعضاء مجالس الإدارة سيقطون ذلك. بل إن من المؤكد أن لأعضاء مجالس الإدارة بدورهم دوافتهم وأمواءهم الشخصية وأن تلك الدوافع والأمنواء سيكنون لها أثر كبير على أدائهم، إن لندى أعضاء مجالس الإدارة دوافع مادية وأخذى غير مادية تعدو بهم إلى محالساة الديرين، أو على الأقبل إلى مسايرتهم، وهناك طهف واسع من الموامل النفسية والاجتماعية التي تعزز تلك الدوافع، ولما كان أعضاء المجالس لا يملكنون عادة إلا شدراً ظهلاً من أسهم شركاتهم، فإن ما يستشعرونه من حوافز الملكية لا لا يملكنون عادة إلا شدراً ظهلاً من أسهم شركاتهم، فإن ما يستشعرونه من حوافز الملكية لا يرتقي على الإصلاق إلى المستوى الذي يسمح له بالتغلب على دوافهم ومولهم الأضهاز إلى

صف الديريين. ويلا جميع الأحوال فإن أعضاء الجالس، أشاء انشغالهم بتحديد تعويضات الديرين. لن يجدوا أمامهم لا الوقت الكابلا ولا الملومات الضرورية اللازمة لخدمة مصالح حجلة الأسهم.

بالطبح قد تكون عملية تحديد الأجور بلا بعض الشركات أفضل منها بلا شركات أخرى. غير أن الانصراف بعيداً عن مبدأ التعاقد على ممثال الدراع قد جسّد طابعاً عاماً اشتركت به جميع الشركات السهمة المامة. وبينما قد تحمل الشروط والأحكام الجديدة التي تبنتها سوق الأوراق المالية أخيراً بعض التحسين فهما يخص عملية تحديد الأجور. هإن من غير المتوقع أن تنجح ثلك الشروط والأحكام بلا القضاء على مظاهر الالحراف الشديد عن مهداً التعاقد على ممثال الدراع التي تنتشر اليوم على أوسع نطاق بلا عالم الشركات.

عملية تحديد الأجور

نيد أوحلتنا بإلا استكشافنا حدود نصوفج مطال القراع باستعراض سريع وموجز لعملية تحديد الأجور كما تجري اليوم في الشركات المنهمة العامة الكبيرة، مجلس إدارة الشركة هو الجهة المنوولة عن تحديد تعويضات المدير التنفيذي العام وباقي مديري الدرجة المعتازة أ. ومجالس، إدارة الشركات المنهمة العامة الكبيرة تبوكل إلى لجان التعويضات مهمة دراسة التعاصيل الفصلية الحساسة في ترتيبات تعويضات للديرين.

تتألف لجنة التدويضات عدادة من ثلاثة أو أربعة أعضاء يتم انتقاؤهم من بين أعضاء متلس الإدارة - وقد ازداد الاهتمام أخيراً بأن يكون معظم أعضاء لجان التدويضات من الأعضاء «المستقلين» بعد عضو مجلس الإدارة بصورة عامة مستقلاً إذا لم يكن موظفاً أو موظفاً أسابة أي الله المرابعة المرا

لقد أسهمت القوانين الضريبية وفرارات الهيئات القضائية على تعزيز الانتشار الواسع لبدأ اعتماد لجان التعويضات الكونة هصرياً من الأعضاء المنتقلين، وفد تنجه القانون الفضرييسي الفيسدرالي منذ العام 1994، إلى معاقبة الشركات التي لا تعتمد لجنة تعويضات مكونة على نحو حصري من الأمضاء المستقابن: فقد حظر القانون على الشركات المسهمة العامة. فيما يخصب اقتطاع الأجوز من الالتز امات الضريبية. تجاوز سقت الليون دولار للمدين الواحد منذوبية . تجاوز سقت الليون دولار ملكونة أعدات الأجوز الزائدة عن ذلك السقف على شكل خيارات ملكونة . أو كانت مشروطة بيلوغ أعداف إنتاجية معينة تم تحديدها من قبل لجنة تعويضات مكونة حصرياً من الأعضاء المستقلين⁴. كذلك فقد أيمت قرارات الهيئات القضائية عموماً محتلف ترقيبات الشويضات التي أفرتها مجالس إدارة الشركات بناءً على القراحات تقدمت بها لجان تعويضات قوامها من الأعضاء المستقلين. ومن هنا فإن اعتماد لجنة تعويضات من المواضات كييرة طند أشكال المدونة التعريضات من المواضات كييرة طند أشكال المدونة التعريضات كييرة طند أشكال المواضات كييرة طند أشكال المواضات المحافة المحاسرة المكال بالمواضات حصائبة كييرة طند أشكال المواضات المحافة المحاسرة المحافة المواضات المحافة المحاسرة بها لجنة المواضات المحافة المحاسرة المحافة المحاف

وبالرغم ما يتمتع به الأعضاء المستقاون الهوم من حضور كبير. فإن دورهم في مجالس الإدارة عموماً وبها لحسان التحويضات بوجه خاص مرشح لمزيد من النصو بغضل شروط التحييل الجديدة التي اعتمدتها كل من سوق نهوبورك للأوراق المالية NYSE، و ناسداك NASDAQ. والسداك المستجيل الحديدة على القسم الأخير من المستجيل العديدة على القسم الأكبر من المالية ESC على القسم الأكبر من المستجيل العديدة على القسم الأكبر من الشياد كات المستجيل التعامل المستجيل المستجيل المستجيل المستجيل المستجيل المستجيل المستجيل التي تعامل كل المستجيل التي يعتمدها المستقين ألا المستجيل المستجيل التي يعتمدها المستجيل المستجيل التي يعتمدها ويوضعات المستقين ألم المكام المستجيل المستجيل المستجيل التي المستجيل التي يعتمدها المستجيل المستجيل التي تعامل المستجيل المستحيد المستجيل المستحيد المستجيل المستحيد المستحيدة التي تتبدئ التي المستحيد المستحيد المستحيد التي المستحيد المستح

وعلى الرغم من أن تلك الأحكام الجديدة قد حظيت بقدر كبير من الاهتمام. فإن من الهم أن نستدعي إلى الأذهان هذا أنها إنما عملت على هرض سهاسات كانت غالبية الشركات المهمة العامة قد تحولت إلى التزامها حنذ زمن. ولذلك فإن من غير المتوقع أن تحدث هذه _______ أحر درن أداء ______

الأحكام بحد ذاتها تفهيراً جدياً لِما العلاقة بين الديرين ومجالس الإدارة، وبالفعل فإن هناك العرب من الأسباب القوية للتشكيك. لِهَ أَنْ تعزيز حضور الأعضاء المنتقاب لِهُ مجلس الإدارة أو لِمَّ لَجِنْتُ التَّمويضات من شأنه أن يضمن بحد ذاته أن عملية تحديد الأجور سوف تشكل مقاربة حقيقية للماق المساومة على مطال الدراع.

رغبة أعضاء المجلس ﴿ أَنْ يِمَادَ انتَخَابِهِم كَعَسُونِةٌ جَدَيْدَةً

يحصل عضو مجلس الإدارة على مكاسب عديدة بغضل عضويته بلا المجلس. أولاً، هناك المكاسب المالية . إلا المحلس المحلس المحلس الأدوارة ارتفاعاً عنوماً مع على وضع المحلس الإدارة ارتفاعاً عنوماً مع تطور حركة أسواق الأسهم. بلا العام 2002 بشغ وسطى تمويضات عضو مجلس الإدارة بلا منتي شركة المكاسب غير المهاشرة . وصطى تمويضات عضو مجلس الإدارة بلا منتي شركة الكبرى نحو 16,000 \$\display . وغير المعاشرة . وغير المالية المحلس الإدارة بلا منتي شركة الكبرى نحو 16,000 \$\display . وغير المهاشرة والمحلس المحلس إدارة شركة بوايه إلى الألف تملك شركة الإنسانية وناتية المحلس إدارة شركة بوايه إلى (التي تملك شركة إبر لاينس مجانباً : وأعضاء مجلس إدارة شركة ستاروود موتيلس بعصلون على عدد معين إبر لاينس مجانباً : وأعضاء مجلس إدارة شركة ستاروود موتيلس بعصلون على عدد معين المهاشرة بالمالية التمالية التي ترتبط بكرسي المجلس يقدم للمضو أيضا المعمود عبد المالية وغير المالية التي ترتبط بكرسي المجلس تطق لدى المصوية بالمبلية المال رغية شديدة بلا التصدي بمجليمة المال رغية شديدة بلا التصدي بموقعه.

أن يكنون لدى عضو المجلس الرغبية لم إن بعاد انتخابه لعضويية جديدة هو أمر مفروغ مف. لكن السؤال الذي يطرح نقسه هنا هو: ما هي الدوافع التي تخلقها لديه تلك الرغبة؟ تهماً النظرة الرسمية التي أنينا على مقافشتها لم الفصل السابق ضائر وغية العضوية أن يعاود حملة الأسهم انتخابه لعضوية للجلس من جديد سوف تجمله أكثر التصافأ بهم وأكثر اهتماماً بمصالحهم. وكلما كان أداء عضو المجلس أفشل، بحسب حجة انتظرة الرسمية. كانت فرصته للفوز بعضوية جديدة لم المجلس الجديد أكبر. أسا الحقائق على أرض الواقع فقول إن المرشعين الذين يضمهم مجلس الإدارة على طائمة الشركة بعدون عملهاً قد ضمنوا إعادة انتظابهم لمضوية المجلس، أما المارضون من حملة الأسهم، والذين يتطلعون إلى تقديم طائمة بديلة من المرشعين للبناضية على عضوية المجلس، فبجدون أفسهم أمام جملة من المقيات والصحوبات التي تضمف كثيراً من احتمال وصحول مرشحهم إلى صفاديل الاقتراع¹⁰، ونتهجة لذلك فإن طائمة المرشعين التي تقدمها الشركة غائباً ما تكون القائمة الوحيدة التي تصل إلى صفاديق الاقتراع، وقد بينا في دراسة تجريبية حديثة تناولنا فيها المدة المشدة من 1960 ولقاية 2002 أن التحديات الانتخابية وجدود حقيشي على أرض الواقع - لم يكن هذاك سوى تحديث انتخابين سنوياً على عملهاً أي عموم الشركات التي تتجاوز القهمة السوفية لوأس ماتها عنية الثاني مليون دولار 11.

وبذلك، فإن مفتاح عضوية للجلس إنما يكسن بق القوز بالانشسام إلى فائمة مرشعي الشركة، ومن هذا ، على الأقل، فقد كان للمدير المام التقييني تأثير كبير ، بل حاسم بق بعض الأحسان ، في سيل حاسم بق بعض الأحسان ، في سيل حاسم بق بعض الأحسان ، في سيل على الترشيح ، ولكن خلافاً للجنة التمويشات التي بانت مئذ زمن تقنصر على نعو شبه كلي على الأعضاء المستقين دون سواهم ، فإن لجان الترشيح ثم تشهد بعد مثل ذلك التحول. وبق الواقع فإن للديرين المامين أنفسهم كثيراً ما يكونون بق الوقت ذاته أعضاء بقل الجان الترشيع ² ، وقد كشف استطلاع أجري بق المام 2002 أن 50 باللغة فقط من أصل 1500 لجان الترشيع ³ ، وقد كشف استطلاع أجري بق المام 2002 أن 50 باللغة فقط من أصل 1500 لجان الترشيع قار أراض على المنتقلين ³⁰

وفق شدوط التسجيل الجديدة بلا سوق نهيورك اسلاور الا المالية ينبضي أن بكون لدى الاشتجيل المكافئة بنبضي أن بكون لدى الاشتجيل المبتدين المسجيل المبتدين المسجيل المبتدين المسجيل المبتدين المسجيل المبتدين المسجيل المبتدين ال

ومنى إذا تراجمت سلطة الدير الدام فيها يخص تسبية مرشعي الشركة. فإن من المرجع أن تستمر رغبات الدير الدام فيها يخص تسبية مرشعي فاكر شعون المرجع أن تستمر رغبات الدير الدام في تأثيرها على قرارات لجنة الترشيع. فاكر شعون المراد تسبيتهم لمشوية أن يساوا بدأ بيد مع الدير السام. وفي الوقع فإن الدديد من كبيار الخيراء قد نصحوا مجالس الإدارة. في مقابلات أجرتها مجلة وول ستروت جوونال، بالتشاور مع الجهاز التثنيذي بشيان خبارات لجان الترشيع. وكما قال حقوقي ذو باع طويل في عضوية مجالس إدارة العديد من الشركات المسهمة الدامة؛ وأعتد أن التألية المطمى من الأعضاء الجدد في المجلس أن يدعموا أي هراز الإذا عرضوا أن الدير العام متعمس له ... لا أحد يرغب في دخول قاعة اجتماعات المجلس وبلا ذعف الاسرام، أ!

وحتى إذا سفعنا بـأن الدير العام لا يطك التأثير بلا سير عطية الترثيع. فإن الأعضاء المستطيعة الترثيع. فإن الأعضاء المستطيعة الإسال شرّراً إلى مشهد التصارع مع الدير العام حول حجم تعويضاته أو درجة حساسيتها للأداء. ومن هنا فإنهم سيميلون إلى استهداء أي مرشح يسورن أن علاقته الفنسيقة أو السليية مع الدير العام قد تهدد جو الزمالة والألفة بها الجلس. كذلك فإنهم يميلون بطبيعة الحسال أيضاً إلى تجنب أجدواء التوثر والعدج التي هذه تصحب الشاحات مع المدير العام والذراعات معه بشأن تعويضاته. وأخيراً فإن أعضاء المجلس فد يصحفون إلى جانب المدير العام والنز اعات معه بشأن تعويضاته. وأخيراً فإن أعضاء المجلس فد يصحفون تأتي على منافشتها لاحتاً.

إلى تعزيز دور الأعضاء المستقلين إلا عملية الترشيح، لن يتضح أثرها الحقيض إلا مع مرور

الزمس، غير أن من الواضع لج المرحلة المعالية أنه ملالنا بقسي مفتاح عضوية البيلس ماثلاً لج الانضمام إلى فائمة مرشحي الشركة، فإن الاستراتيجية الأسلم الأعضاء الراغيين لج المفاشا على مفاعدهم لج المجلس إنما تكمن لج تجنب الدخول لج أي تعديات أو مواجهات حسول تعويضات الدير العام. وهذا الوضع لسن يتغير باعتقادنا إلا عبر إمسلاح جذري يعطي حملة الأسهم دوراً أكثر فاعلية لج اختيار أعضاء المجلس.

سلطة الديرين العامين 🖨 توزيع الكافأت على أعضاء المجلس

إذا منا وضعنا منالة إعادة الانتخاب لعضوية للجلس جانباً. فإن لدى أعضاء المجلس، بسم فيهم الأحصاء المتقلون، دوافع اقتصادية أخبري تحصيهم على المعافل على علاقات جبعة مع المعابل المتقلون، دوافع اقتصادية أخبري تحصيهم على المعافل على علاقات ببيدة مع المدير العام. فللديرون العامون، ببيدة عن بالهرهم في ترشيعات المجلس، يتشعون ببيدة مع بالمعابلة بقدر كبير من الأحيان نفوذاً كبيرةً حتى خلاورهما المالية، وفضاً عن ذلك فإن مواقعهم تعطيهم في كثير من الأحيان نفوذاً كبيرةً حتى خلاج حدود شركاتهم، وبالطبح فإن باستطاعتهم أن يستخدموا صلاحياتهم إغدال الكاسب غلاج حدود شركاتهم، وبالطبح فإن باستطاعتهم أن يستخدموا معالا حياتهم إغدال الكاسب المكافأت على بعضل أعضاء المجلس بالمعابلة المؤدن المالير الجديدة الذي الكافأت على اللطف الأوراق المالية أخبراً فيما يخصى الأعضاء المستفارة من صلاحياتهم الأعراض على الشامير الجديدة الذي على منافقت بالتفصيل لاحقاً، فيما يخصره الأعضاء المستفين، التي سوف تأتي على المادين المستفين التوسط منافقة على المعابد المساحيات. الكاسب المنافقة المساحيات المدير الصاحيات المعابد المساحيات.

ممارسات من الحاضر والماضى:

لية أعقد الب فضائح الشركات الشهيرة التهي انداعت ية أواخر 2001، نوالت الارلائل التي تشير إلى أن بعض الديرين العامين قد اشتروا بعضاً من أعضاء مجالس الإدارة عبر إيرادات خاصدة ومكاسب نقدية خصوهم يهنا دون نظراتهم ⁸³ . وبينما حظيت سياسة عقد صفقات المعل مع أعضاء مجلس الإدارة باهتمام كهير في حافة الشركات التي ارتبط اسمها بالنضائح الكمرى مثل إدرون. وورد كوم. و تأبكو، فإن ظك السياسة لم تكن على الإطلاق تشخصر لية قلك الشركات يون سواها . فالكثير من الشركات الأخرى كانت لها تجاريها الهاشرة أو غير الهاشرة أو غير الماشرة الوغير الماشرة أو غير الماشرة أو غير الماشرة أو غير أوسام الاستفادة عند أوسام الاستفادة غروب التي تقدم بين أعضافه : واحداً من الديرين التنفيذيين في شركة بوسطن كاسلينتاغ غروب التي تقدت من فهريزون أداء وعليه الماشركات السكك الحديدية التي تقدت 560,000 كامن فهريزون لقاء خدمات ومنتجات: ووكيان من مواسستين حقوقيتين فدهنا الغيريزون العديد من الخدصات القانونية. كذلك فقد ضم مجلس إدارة بنك أميركا لعام أ900، بعضاً من أصحاب المغابا في ثلاث مؤسسات العقانا في ثلاث

ومن جهة ثانية فإن الشركات تصرف سنوياً مليارات الدولارات على شكل تبرعات خورية ²⁰. وقد دف الديرون العامين على استخدام سلطاتهم النوجية أموال التبرعات في انتجاعات شود بالفائدة على من بشاؤون من أعضاء مجالس الإدارة. وقد بات أمراً اعتبادياً أن تقسوم الشركة يتقديم تبرعات خورية إلى مؤسسات غير ربعية بمعل فها، أو بتر أسها. أن تقسوم الشركة فيها، أو بتر أسها. الدولارات سنوياً لتأشيونال يوربان ليخ التي كان رئيسها عشواً في مبلس إدارة شهرياؤون أكلاً مبلس إدارة فيرياؤون أكلاً مبلس إدارة فيرياؤون أكلاً كندك فيان شركة أوراكل، التي ضمت في مجلس إدارتها ثلاثة من الأسائذة المدرسين في المستقدمية مبلس إدارتها ثلاثة من الأسائذة المدرسين في على تقديم تبرعات سخية للجامعة. قد دأيت على تقديم تبرعات سخية للجامعة 2. وفضلاً عن ذلك. وينية مكافأة أعضاء المجلس غير الداملين في الأسسات الخيرية. فقد عبد المديسون إلى استخدام مطلاحياتهم لتوجيه النوعات إلى مؤسسات خيرية بمتازها أولئك الأعضاء الحياس غير النبرعات إلى مؤسسات خيرية بمتازها أولئك الأعضاء أحد على سبيل المثال فقد تبرعت أضور بمالابين الدولارات لأخراض تتناسب أهواء بعض أعضاء معلى ادارتها 4.

معايير الاستقلالية الجديدة وحدودها:

إن معايير التسجيل الجديدة التي تينتها أسواق الأوراق المالية في العام 2003 سوف تضع في السنتيل بعض القيود على حرية الديرين العامين في توزيع الكافأت على أعضاء الجلس المنتقلين²⁵. غير أن المالهير الجديدة تترك للمديرين العاملين صلاحيات واسعة في هذا وبصورة مشابهة فإن الشروط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية تضع حداً لعربة المربة المربة المربة عن مشابهة فإن الشروط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق المالية فإن مضو البهلس لا تمناح مثل تلك السنفات، بحسب معابير سوق فيوبورك للأوراق المالية فإن مضو البهلس المنتي يصل أو يشال مقصباً في موسسة أغرى يحتفظ بصفة الاستقلالية طالما بقيت الميالة النبي تتفاصا علك المؤسسة من الشركة تحت سفف المهود كية الصام الواحد (وأهل من 2 النبية عامل المورد كية الصام الواحد (وأهل من 2 بالشة من إجمائي دخيل المؤسسة) 28. فير أن صفقات العمل التي لا تتجاوز هذا السنف قد تتون لها أحميتها الاقتصادية الكبيرة بالنسبة للكثيرين من أعضاء الجلس. تنفطر في مثال شربك بية مؤسسة قانونية كبيرة في نبيورك ويشل منصب عضو مجلس إدارة في إدادي الشوكات ويمثل في المنافذ بقيمة كهذه في الشكاف النبية كهذه في مؤسسته القانونية بما تصل فهمته إلى 900,000 في المام. حتى لو كانت تلك النبية في من بكائة من إجمائي الإيرادات السنوية في منسبة القانونية.

لتنظر الآن في مثبال عضوفية مجلس إدارة الشركة بشقيل في الوقت ذاته موضع الشريك في مؤسسة فانونية لا تقدم حالياً أي خدمات للشركة: هذا المضو، والقانوني بأن مماً. لديه أيضاً حوافزه الاقتصادية للعقاط على علاقات طيبة مع الدير الدام للشركة. لأن الشركة مرشحة لأن تكون عميلاً مهماً من عملاه مؤسسته القانونية في المستبل، والتقازع مع الدير العام حول مسألة التعويضات ليس بالسبيل الصحيح للفوز يعقود فانونية مع الشركة؛ بالطبح

إذا منا انتهت الشركة إلى إعطاء علود عصل ضخية إلى الإنسنة الثانونية - انقل طوداً تصل فيمنها إلى عدة ملابين من الدولارات- فإن العضو الشريك لن يكون بعدها قادراً على استيفاه الشروط التي تعطيه صفة العضو المستقل في القبلس. غير أن الانقطة الهمة هنا هي أن إمكانية الحصول على صفقة عمل مستقبلية قد تؤثر بقوة في الدوافح الافقصادية لعضو مجلس الإدارة حتى أثناء تعتمه بصفة العضو المستقل هذه النقطة تسلط الضوء أيضاً على صعوبية حماية أعضاء المجلس، والذين لهم صلاتهم الخاصة في عالم الأصال. من الوطوح تحت تأثير سلطة الدير العام على الوارد المالية للشركة.

أما بالنسبة للتهرعات الخيرية فإن معايير سوق نيويورك للأوراق المالية هول بكل وضوح إن سقت اللهبون دولار الدي فوضته على صفقسات العمل لا ينسعب على حالة التير عات الغيرية. هذا يعلني أن عضو مجلس الإدارة الذي يعمل أو يشئل منصباً بها واحدة من المنظمة باكثر من ملهبون دولار، الشرطة الاحيد هو أن يتم إشهباز التهرهات ⁹²، والواقع أن شعرط الإنهبار يسقط بدوره أيضاً، إذا ما كانت التيرعات التي فدمتها الشركة للمنظمة الغيريية فائسة على مقترح تقدم به عضدو أخر من أعضاء المجلس لا يعمل به المنظمة ولا يشغل منصباً فيها.

ضل ينبني معالية الشكلات الذكورة ثنا عبر مزيد من التشديد يؤ العايير التي تعدد استقدار في العايير التي تعدد استقلالية أعضاء موضوع الإصلاحات المنتقلية يؤ النصل الأخير من الكتاب نبين أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة عن سلطة الجهاز التثنيذي. حتى او بلقت حدود الطائق، لا يمكن أن تكون كافية الضمان وضع الجلس أمام مسؤولياته تجاه معلة الأسهم؛ لا يد من أن تضفي على الجلس بعض التبعية لحملة الأسهم. لكن على كل حال إذا أردنا أن تفهم التضاريس الحالية لنمويضات الديرين التثنيذين، فإن علينا أن نفي أن استقلالية أعضاء الجلس قد تم الالتفاف عليها لؤ الماضي عبر حرية الدير العام بؤ إغداق الكافة المنتفية على من يشاء من الأعضاء، وأن الإصلاحات الأخيرة تقلص ولكن

التشاركات

عندما يكون عضو مجلس الإدارة مديراً تنفيذياً لخشركة أخرى پجلس مدير عام الشركة الأوتى بة مجلس إدارتها. يكون لدى هذا الدير السام فناة أخرى لكافأة عضو البهلس. بة هذه الحالة بسنهايع الدير العام أن يستثمر نفوذه وصلاحهاته يوصفه مضو مجلس إدارة لخ الشركة الثانية تعزيز الكاسب المالية التي يحصل عليها عضو المجلس بصفته مديراً ماماً تنهينها بخ طك الشركة.

هذه العالمة - انتي يشار إليها عادة تحت عنوان ، التشابك للا عضوية مجالس الإدارة - ليست فادرة كما قد يخيل للبعض. وبحسب إحدى الدراسات فإن مجلس الإدارة للا واحدة من كل 12 شركة تقربياً من الشر كات السهمة الامامة بيدي، -تشابكاً على مستوى الدير العام الحسائي، أي إن مدير عام الشركة أصف ولا مجلس إدارة الشركة ب. ومدير عام الشركة ب عضو بلا مجلس إدارة الشركة أ ³⁰ بكذلك تخلص الدراسة ذاتها. كسا هو منوفي، إلى أن أجوز الديرين العامين للا الشركات ذات المجالس النشابكة تقوق يوضوح معدلات أجور هؤلاء للا مالي الشركات.

إن الشعوط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق الماية من شأنها أن تضعف التأثير المساوط الجديدة التي تبنتها أسواق الأوراق الماية من شأنها أن تضعف التأثير على المشاركات المباركات المباركات المباركات المباركات المباركات المباركات المباركات المباركات الشروط المباركات الشركة أالذي يشغل موقع مدير تقفيذي في الشركة بعضواً في اجتم الشركة أراة أي من مدير بها التنفيذيين) عضواً في اجتم الشركة أراة أي أي من مدير بها التنفيذيين عضواً في المباركات الشركة بين في مضو مجلس الشركة أبيدة مباركات الشركة المباركات المباركات المباركات الشركة أبيا لمجلس إدارة بين طالما أن هذا الأخير بين من شأنه أن يؤثر في جميع الأحوال في توجهات عضو مجلس أالمني بشغل موقع مدير بين من شأنه أن يؤثر في جمالك صوباً مهما في حجلس إدارة بين شأنه أن يؤيد أو يمارض الشدارات التي يرضب عضو مجلس أ (المدير في الماين منهما إضافها من منابع التأثير في توجهات بعض ولهما إضافها من منابع التأثير في توجهات بعض الأعصاء في مجلس الإدارة.

تعويضات أعضاه الجلس:

طبيعي أن أعضاء مجالس الإدارة لهيم مصلحة مياشيرة بلا زيادة تعويضائهم، وأن الديني أن أعضاء مجالس الإدارة لهيم مصلحة مياشيري الديني يوجه المدينية الشركة، وحيث إنسه عادة ما يكون بلا الاوست ذاته عضوا بلا مجلسس الإدارة وكثيراً ما يكون رئيساً للمجلس، فإن الدير السام التفييزي له كلمته فهما يخصس تعويضات أعضاء المجلس، وعلى الارغم من أن تعويضات أعضاء المجلس تتحدد بموجب مقتر حات تقدم بها المجلس، وعلى الدين الدير العام بعلك الخيار بين أن يشط أو يدعم القتر حات الرامية إلى زيادة أجور الأحضاء المستقلون الذين بتعاملون بيد كريمة مع مديرهم الدام لهم المحق بلا أن يتوضوا علم بالمقابل أن يستخدم الله المحق بلا أن يتوضوا علم بالمقابل أن يستخدم الله وعلى يعد كريمة مع مديرهم الدام لهم المحق بلا أن يتوضوا علم بالمقابل أن يستخدم الله موقعه بلا دعم زيادة تعويضاتهم. وعلى الما تتعالى الأخير على التعامل بسخاء مع أمديا المجاس، على التعامل بسخاء مع أمديا المجاس.

كشفت دراسة قام بها إيفان بريك و أودد بالهن و جين وياد عن أن الشهر كان الني يتقاضى مديروها العامون تمويضات أكثر ارتفاعاً. يتقاضى أعضاء مجالس إدارتها بدورهم أيضاً أجوزاً أكثر ارتفاعاً أقر ارتفاعاً. يتقاضى أعضاء مجالس إدارتها مجلس الإدارة فد يعكس هثيثة وجود مسويات خاصة بها تسيير أمور الشركة . أو وجود نقص بها لكوادر الفادرة على تسهير الشركة . أو أن أداء الشركة جيد وناجح إلى الحد الذي يعض مجلس إدارتها إلى الاعتقاد بضرورة مكافأة الدير العام وأعضاء للجلس على ذلك النجاح. غير أن الدراسة الذكرية أنفأ قد أسقطت نلك النضيرات البديلة باكتشافها أن الزيادة بها تمويضات الديريان العامين وأعضاء الجلس ترتبط لرتباطاً عكسياً بأداء الشركة. وقد قاد تمويضات الديريان العامين وأصداء البيان الشركة وقد قاد أن المامين وأعضاء الجلس ترتبط لرتباطاً عكسياً بأداء الشركة. وقد قاد التواعلة في بين دومياء أنها بها بياداء الشركة وقد قاد أن ما وقعوا عليه بها دراستهم من رابط قوي بين ارتبطاع مربوع أو مبطن بين كلا الطرفين.

عوامل اجتماعية وتفسية

إذا منا وضعف اجانياً اللوافع الاقتصاديية ورغية أعضاء الجلسي ليَّ أن يعاد انتخابهم لعضوينة جديدة. فإن هنالك العديد من العوامل الاجتماعينة والنفسية التي تعدو بأعضاء المجلس إلى مسايرة ترقيبيات التعويضات التي تلاثم نطائعات الديبر المام وكيار الديرين التفهذيين الأخرين، هذه العواصل الاجتماعية والنفسية تسرّز أثر الدواضع الاقتصادية لمعابساة الديريين التفهذيين، كما أن من شأنها أيضاً أن نؤشر به أداء الأعضاء البعيدين إلى حد كيبر من أثار تلك الدواضع الاقتصادية. وعلى الفائب فإن معظم أعضاء المهلس مرشصون للتأشر على الأقل ببعض من تلك الموامل الاجتماعية والنفسية التي سفأتي على مفاشئها تباعاً به الفقرات القادمة.

المساقة والولاء:

دعوناً نيد أمن العوامل الاجتماعية والنفسية التي تبدداً عملها مع دخول العضو إلى الجلس. كليرون من الأعضاء المنظاين يدخلون الجلس ويلغ جميتهم سلات اجتماعية سابقة أو حتى علاقات صداقة سابقة مع الدير العام أو بعض من كيار الديرين التقييذين.

وحتى الأصناء الذين لم يعرفوا الدير العام قبل تيلهم عضوية المبلس لهم غريباً أن يسدؤوا عمله م ويلا تفوسهم مشاعر الالتزام والولاء تجاء لقدير العام، طالدير العام غالباً ما يكون شد أسهم يوجه أو بأخر بلا إيصال وأحدهم إلى كرسي المبلس – حتى او اقتصر دوره على عدم إعاقة ترشيح ذلك العضو، أمام خلفية كهذه يبدأ الأعضاء الجدد عملهم بلا المبلس مشحونين بشعنة كهيرة من التوايا الطبية تجاء الدير العام، وهذه الشعنة تسهم بشوة بلا أرساء التوجه نحو تعادي المساومات المنهة مع الدير العام حول مسألة الأجور، هذا الفوع من التمامل القائم على رد الجميل متوقع من جهة، وملحوظ على أرض الواقع بلا العديد من الأمار الاجتماعية والهنية من جهة أخرى، وليس غربياً أن يكتشف براين ماين و تشارات أوريلي، و جهمس ويد أن لجان التعويضات التي وزعت مقاعدها بعد تولي الدير العام، مقاليد متصيبة قد أظهرت ميلاً واضحاً إلى زيادة حجم تدويضات الدير العام، ³²

الزمالة والروح الجماعية

ينبضي ألا ننسس أن أعضاء مجلس الإدارة. والذين يتعاوضون من وقت لأخر مع الدير المنام حـول مسألة التعويضــات. يعملون على صدار العام مع الدير ذات، والذي يشاركهم عضويـة مجلس الإدارة بصورة عامة، بل كليراً ما يشغل كرسي الرئاسة بلا المجلس. ويفض <u>56</u> أبر درن أداء ___

النظير عما إذا كان المضوقد ظفر بمضوية الجلسيية عهد الدير العام أو قبل ذلك، فإنه غالبـاً منا سيقهم علاقة شخصية مع الديسر العام، وكذلك أيضاً مع بعضى أعضاء للجلس الأخرين الأكثر قرباً من للدير العام.

وبالإضافية إلى ذخك فإن من التوقع أن يميل أعضاء المهلى يطبيعة الحمال، باستثناء حمالات الأرسات، إلى الحفاظة على جمو من التماون والثانف في تداملهم صبع بعضهم، وعلى حمد وصف عضم ومفضرم جمع بين عضوية مجالس العديد من الشركات المسهمة المامة، من بينها شركة ماريوت كوريوريشن، هاإن دمن الصحب إيضاح الصورة لشخص لم يسبق له أن عمرف المهلسي من الداخل، المهلس في العديد من الثواحي أشبه ما يكون بواحد من نوادي العمدافلة ³³، ويهنما قد تختف القواعد الاجتماعية فهيلاً بين مجلس وآخر، فإن المابير المامة تمهل بوضوح إلى تعزيز تماسك المجلس ووعدته، وكما وجد راكيش كورانا بلا دراسته لمسألة التعاقد مع الديرين العامين، فإن أجواء مجالس الإدارة ديسودها التركيز الكبير على مظاهر الطاقد والمباحدة، والموصدة على تجنب الجابهات والصراعات الباشرة بكل أشكالها ³⁴

مدرة وربها مروين بن العام يضطئر أعضاء لجفة التعويضات إلى نسزع قبعاتهم كزملاء للعديد العام. ووضع فيسات القاوضين الأشداء الذين يساومون الديس العام على مطال ذراعهــم حدول تعويضاته. هذا التحول في الواقع والأدوار من المرجع أن يكون صعباً حش في حالة الأعضاء ذوي القوايا الطبية الراغبين في الاضطلاع بمسؤوليتهم وتعثيل مصالح حملة الأسهم في ثلك الفاوضات.

تشير الدلائل إلى أن الفيرد الدني يعمل شمين مجموعة يشمر بمواضع طبيعية إلى إرضياه أفراد الجموعية والتألف ممهم. وكثيراً منا يكون ذلك على حسباب بعض المسالح غير الحاضرة بمصورة مباشرة على الطاولة⁵⁵، وليس هناك من مسوغ واحد للاعتقاد بأن أعضاء لبنة التمويضات يتعتمون بالقاعة حند هذا القوم من الدوافه.

احترام النصب

الدير العام ليس مجرد زميل لباقي الأعضاء في الجلس، إنه الشخصية الأكثر أممية في الشركة - القائد الذي يوجه دفة الشركة، ترويته وقراراته عظيم الأثر في تحديد توجهات الشركة. لذلك هإن أعضاء العجلس يميلنون بطبيعة الحسال إلى التمامل صع الدير العام بالمسترام، إنهم يحترمون سلطته في كثير من القضايا، ويكنون لوقعه. وريما لشخصه أيضاً الكثير من الاحترام والتقدير .

وفضالاً عن ذلك طيان أعضاء الجلس بهيليون أيضاً إلى احترام توجهات الدير العام بية الكلير من القسرارات التي يتخذها مجلس الإدارة، حتى عندسا تتمارض هذه التوجهات مع رؤيتهم الخامسة، ودور أعضاء مجلس الإدارة بية المديد من القضايا إذما يتجميد بية تقديم الاستشارات الاسترائهجية للمدير العام وتسويق أرائه وتوجهاته، لا يلا معاندته وفرض إرادتهم عليه، ولا يلا تجاوزه وصنيع القرارات من دونه، طائماً أن أعضاء للجلس واغيون بها أن يستمر الدير العام به فهادة الشركة، فإن من المنيد ألا وجهدوا أنفسهم به فرض رؤيتهم عليه، بل أن يتركوا له كرسي الفيهادة ويأخذوا أماكنهم بلا حافظة الشركة، وإذا ما خلص بعضهم إلى أنه ان يستطيح، مهمنا اجتهد بها المعاولة، أن يستسر بلا دعم سياسات الدير العام كذي يحظى بدعم بالتي أعضاء البطس، طاؤهش في ينسمب بهدوه 68.

مرة أخرى نجد أن تغيير القيمات لساومة الدير العلم على تعويضاته مبالة صعية جداً. فأعضاء المجلس الذين أعتادوا التمامل مع مديرهم العام بكل استرام وتقدير سيجدون صعوبية بالفنة في الابقراط فجأة في دور الفاوض الند الذي يساوم الدير بشأن تعويضاته على مطال دراعه.

تضارب الاعتبارات:

لقد دأيت الشركات لل اختيارها لأعشاء لجنة التدريفسات على الاعتماد على نحو كيير المدرية التنظيم المنافع كيير المشاء المشاء والسابقين. في المام 2002، كان 41 بالثلا من أعشاء الجنال التدويفات من المدرية التقيية بين العاملين. تصفهم تقريهاً مديرون عامون ما والوا المبارأ لى عملهم. وفضلاً عن ذلك فإن 26 بالله أخرين من أمضاء تلك اللجان كانوا أشخاساً هلى دأس عملهم. وفضلاً عن ذلك فإن 26 بالله أخرين من أمضاء تلك اللجان كانوا أشخاساً التعامل عملهم الأصلي. القسم الأكبر منهم من الديرون التنفيذين السابقين 37.

إن قدرارات التعويضات التي يتخذها أعضاء في الجلس هم أنفسهم مديرون تنهذيون. حاليون أو سابقون. من المرجع أن تتأثر بمسألة تضارب الاعتبارات⁸³. فمن العروف أن الفرد يطور فناعاته الخاصة بعيث تدعم الواقف التي قسيم مع مصالحه الشخصية. إذ إن علك القناعات تمكن الفرد من تجنب الإزعاجات والضايفات التي قد نترتب على تمتمه بمكاسب يمتد نفسه أنها غير مستحقة.

لذلك شإن الدير . الحسائي أو السابق الذي سبق أن استفاد نفسه مسن ترتيبات أجور
سخية تنطوي على الكثير من العابات من المرجع أن يكون قد كون فقاعات مفادها أن تلك
الترتيبات تعشل ضرورة لا بد منها، وأنها في النهاية تخدم مصالح حصلة الأسهم، وعلى
سبيل المثال ضإن الدير الذي استفاد . لنقل مثلاً ، من برنامج حوافز قائم على خبارات
الأسهم التقيدية ، سبيل على الأرجع إلى نبني الرؤية التي تصنف هذا النوع من برامج
الموافز في عداء برامج النمويشات الفاعلة وللبدية. كذلك فإن الدير الذي استفاد أو
بستفيد ذاته من القداق تمويضات ينضمن عطاءات اسفية في حالة إنهاء الخدمة لا يمكن
ان نتوقع منه أن يؤيد النظرة التي تعد عطاءات إنهاء الخدمة غير ضوورية أو تقرن بهذا
الزوع من النمويضات بعض الدوافع السلبية التي قد نضر بأداء الشركة، ومن هذا فإن وجود
إقدار أجور أخور أرتفاعاً وبالقمل فقد وجد براين مايين و تشاولز أوريلي و جهمس ويد أن
فشاك ترابطاً كبيراً بين مستويات تويضات الأعضاء الخارجيين في لجان التمويضات من
جهة، ومستوى أجور الديرين العامن من جهة أخرى
وقد

وأخير أهيان مسألة نشارب الاعتيارات قد تقود حتى الأعضاء المستقابن. النين ليسوا أنضيراً هيان مديرين حاليين أو سابقين. إلى نيني قناعات تبعث على تقديم التعويضات السعية للمديرين التقيديين. فأعضاء المجلس سيميلون بطبهمة الحال إلى ارتكاب خطأ الا الاتجاء الوجب لدى تقويمهم لأداء الشركة بالمقارضة مع تطير اتها لا حتى العمل المني. وكذلك المسأل أي الاتجاء المسأل أي الإنسان بين القناعات الأخرى. وكذلك الأخرى المسأل أي المنافق المنافق المنافق المنافق المنافق الا يقتصر على المشركات الأخرى المنافق الا يقتصر على الشركات المنافق المنافقة الم

تضاوب الاعتبارات تلك. وخلافاً لذلك فإن التكاليف الشخصية التي قد تترتب على معاياة الديرين بالنسبة لعظم الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة أو لجان التدريضات لا تتددى كونها مثبلة طليفة.

التكلفة الضليلة لحاباة الديرين

إن الدواضع الاقتصادية وكذلك أيضاً الموامل النسبية والاجتماعية تتكانف جميمها، كما رأينا، لندفع أعضاء المجلس المستقلين إلى مطاباة الديرين التقيذيين، والسؤال الذي يعشرح نفسه والحالة هذه يقول: هل هذاك من قوى مماكسة تبعل محاباة الديرين ﴿ أعين أعضاء المجلس أمراً مكلفاً ينيفي الابتداد عنه؟ لسوء الصحاد لا. فالتكاليف التي قد تترتب على محاباة الديرين بالنسبة لمظم أعضاء مجالى الإدارة هي ﴿ مجملها سَنْهَا الفاهِد، وهذه التكاليف تأخذ أحد شكابن: (1) تراجع فيمة ما يهلكه أعضاء المجلس أنفسهم من أسهم الشركة. و (2) الإنسرار بسمة أعضاء المجلس

ثراجع قيمة حصص أعضاه الجلس من أسهم الشركة:

بالرغم من أن التعويضات القائمة على أساس الأسهم قد بانت الهوم الشكل الأكثر شهوصاً لتعويضات أعضاء المستقلون من شهوصاً لتعويضات أعضاء المجلس المستقلين ⁴⁰. هيأن نسبة ما يملكه الأعضاء المستقلون من أسهم شركانهم ما ذالت أصغر جداً من أن يكون لها أثرها الاقتصادي للمعوطاً أ. وقد وجد جون كور و روبرت هواتهاوزن و يظهد لاركر به دراسة لهم أن نصف أعضاء مجانس الشركات التي شملتهما الدراسة يملكون ما دون 0.000 بالمشة من أسهم الشركات التي يشغلون مفاعد به مجالس إدارتها ⁴². وعلى الرغم من أن هذا الرقم مرشح لبعض الارتفاع بها المستقبل ³³. هيأن معظم أعضاء الجالس سيطلون على الأرجع لا يملكون إلا قدراً هيأذ من أسهم شركاتهم ⁴³.

وبالنتهجة شابل أعضاء المجلس لا يتحملون إلا شدراً مهملاً من التكاليث التي تترقب على ترتيبات التدويضات الخاطئة. لتأخذ مثلاً عضواً بلا الجلس يمثل 0.05 بائلة من أسهم الشركة. وللفترض أن ذلك المشو يتأمل بلا تبعات للواقلة على القاق التعويضات الدني بطالب به كلمير العام والدني من شأت أن يخفض فيمة رأس كلمال كلسهم بمقدار 10 ملايمين 5. بالنظر إلى الحصة المتواضدة من إجمالي أسهم الشركة فإن الخسارة التي سيتمبأهها ذلك المخسو عبر تراجع فيمة ما يملكه من أسهم الشركة نتيجة الموافقة على مطالب الدير السام لن تتجاوز 5500. إن صدة الانكافية الاشتياة. حتى لـو تضاعفت مرات عديدة. ان تكفي للتقلب على الموامل الكاثيرة التي تضفط على عضو الجلس بإلا لتجاه تأييد

بالطبع، وبالرغم من أن تكلفه معاباة المديرين صفيرة إلى حد الإهمال بالنسبة لمظم الأمضاء المستقلين بإن مجالس إدارة الشركات، فإن الأمر قد لا يكون بديهها إلى ذلك الحد بهذا المستقلين المناسبة لمستقلين الذين بملكون (أو المبنين من قبل من بملكون) في مدراً كبيبراً من أسهم الشركة. هـولاد الأكبر من أشهم سيتحملون القدر الأكبر من التكافيف التراسبة التكافيف التراسبة التكافيف التراسبة التكافيف المتراسبة تلك التراسبة على ترتيبات التويينات الخاطئة، ويميلون على الأرجح إلى معارضة تلك التربيات تشخص. التربيات تشخص التراسبة تلك الأجور لأداء الشركة ترتفع يوضوح، كلما ازدادت كمية الأسهم التي يملكها أعضاء لبنة التعريضات بإلا الشركة ترتفع يوضوح، كلما ازدادت كمية الأسهم التي يملكها

خسارة السمعة:

تطويهاً يمكن القول إن أعضاء الجعلس الذين يمروون ترتيبات تعويضات مفرطة بإلا تقديم الخطور خدارة السمعة الطيبة. الكاسب فلمديرين على حداله حدالة الأسهم بموضون أنفسهم الخطور خدارة السمعة الطيبة. يضول خييرا الاقتصاد السالي الشهيرة وجرية هاما و مايكل جنسس بإلا دراسة لهما: إن لدى أعضاء الجعلس السنقان دافعاً حقيقياً لحماية مصالح حملة الأسهم، فهم حريصون بطلبيعة الحال على الحفاظ على سمعتهم بوصفهم صناع قرار يجمعون بين الخيرة والنزاهة. بل حريصون أيضاً على معانية مسالح خريقه أن هاما و جنسس إنما يعتبان بالالمسالمة المسالمة المستقلين الذين يشتلون بإلا الوقت دائم متصب الدير حديثهما شريحة بعينها من الأعضاء الاستقلان الذين يشتلون بالاالوقت دائم متصب الدير الاسارة والمسالمة لاتباك الشروحة من أعضاء مجالس الإدارة. يمكن الشول إن فهمة ما يجمعه أحدم من رأس سال بشري قد تنظرة بالفصل الإدارة بمكن الشول إن فهمة ما يجمعه أحدمه من رأس سال بشري قد تنظرة بالفصل الإدارة وتما أوجهة نظر

فامنا و جنسن فإن أعضاء الجلسي السنقلين يستطيعون، عبر تجسيدهم دور المارس الأمين الحريص على حماية قيمة رأس المآل السهم، أن يعبروا أبلغ تمبير عن خبر تهم يلاصفع القرار وأن يصر زوا فيمنة رأس مالهم البشري بلا مشوارهمم الوني الأساسي، وبالإشافة إلى ذلك يمكن القبول إن بناء السعمة الطيبة كمارس أمين حريص على مصالح حملة الأسهم يساعد المضوعلي تحسين فرصه للظفر بعضوية إضافية بها مجلس إدارة مند الشركة أو ذلك.

إنت انتفق مع فاما و جنسس على أن سمعة أعضاء المجلس ورأس مالهم البشري، سواه على مواضهم الأنساسية أو يقاسوق مجالس إدارة الشركات. قد تتضور بعض الشيء إذا ما وافق المجلس على ترتيبات تمويضات صنفت فيما بعد على أنها فاضحة على إجسافها بعق معلة المجلس على ترتيبات تمويضات صنفت فيما بعد على أنها فاضحة على إجسافها بعق معلة الأسهم، وعلى سبيل المثال فقد توجه السخط على أعتاب فضيصة إنرون بالدرجة الأولى إلى عندوس أعضاء مجلس إدارة إنرون "4". وارتفعت أصوات تطالب د. جون مهندلسون، أندوسون المالجة السرطان، كذلك فقد كان هناك أصوات عارضت إعادة انتخاب طرائلة منائلة عن معنو الخرم أن إكلاء دي وكون المالية السرطان، كذلك فقد كان هناك أصوات عارضت إعادة انتخاب طرائلة وكوالكوم، ولكن على النهابة بتي مهندلسون رئيساً غركز إم دي أندوسون المالجة السرطان، وأميت المنافعة المسرطان، المنافعة عن مواقعهم على معالس إدارة إنرون السابقين ويندي غرام مجلس الدارة بالون السابقين ويندي غرام مجلس الدارة إنرون السابقين ويندي غرام مجلس الدارة بالون السابقين ويندي غرام مجلس الدارة المون الشابقين ويندي غرام ويسد اندلاء المضهمة وذلك على الأرجح بدافع استباق الأحداث وتبدئ المارض وسد اندلاء المضهمة، وذلك على الأرجح بدافع استباق الأحداث وتبكياً المارك انتخابهة بتوامين أن يواجهوا فيها بمن المارضة أهد.

صحيح أن مخاوف عشو الجلس من أن يغسر سمعه. نتيجة إقراره ترتيبات تعويضات فاضعه. قد نطق بالفعل نوعاً من الحدود التي ليس من مصطعه العضو أن يتجاوزها . غير أن ثلث الحسود ليست ضيفة في أي حال سن الأحوال. مثالاً أن ترتيبات التعويضات التي صداًتها المجلس تقحضمن للمبال المألوف والذي ينظر إليه بصفته مقبولاً . فإن أعضاء المجلس الدن يتحصلوا على الفالب أي خصارة في السعمة. دعوث انتظر في مثال عضو في مجلس إدارة إحسرى الشركات يشغل في الوقت ذاته موقع الدير العام أو أحد كبار الديرين التفهذرين . يشارك فهه ذلك العضو بصفته عضواً مستقلاً . من غير المتوفع أن تؤثر بها أي من الأطراف المستهدة ، وعلى الفالب فإن المستهدة ، وعلى الفالب فإن عند المستهدة ، وعلى الفالب فإن على الأطراف التنهيذية الاجديدة ، وعلى الفالب فإن على الأطراف الانتخاب المستهدين الدراً منا لا يقدمون بجمع للطوسات عن إسهامات عضو بهيئه من أعضاء المجلس المستقلين بها مناح أو تمرير ترثيبات التمويضات به هذه الشركة أو تلك. والأمم من ذلك أن أرباب الممل المحتملين سيركزون بالدرجية الأولى على أداء المحتوية موضعه الأساسي كمدير تلفيذي، والدي يقدمه من وقت لأخر بصفته عضواً مستغلاً بها مجلس إدارة منده الشركة أو تلك.

إن الأداء الذي يقدمه أحد الأمضاء الستقلين يقمجلس الإدارة قد يسطى بكيبر الامتسام من قبل الأطراف المقيدة بثمين ذلك العضوية مجلس إدارة واحدة من الشركات الأخرى. الكن على هذا العسب يمكن الجزم يقا جميع الأسوال بأن بناء سمة قوامها التلازع مع الكن على هذا العسبية لم يكن الجزم يقا جميع الأسوال بأن بناء سمة قوامها التلازع مع على عضوية إضافية بقا مجلس أخر، بل على المكس من ذلك فإن مثل ثلك السمعة. إداما على عضوية إضافية بقرمها المستقبلة، قد تقف حائلاً دون العضوية الجديدة. ولا ننس أن مقتاح الدخول إلى المكس من ذلك فإن مثل ثلك السمعة. إدام بناء المنابعة المتحدية الجديدة. ولا ننس يتماون على إعدادها كل من للجلس ولجنة الترشيح، والسمعة القائمة على إنارة التصديات بتمال على إعدادها كل من للجلس ولجنة الترشيح، والسمعة القائمة على إنارة التصديات الدير العام تمثل على القالب عاملاً سليهاً ونهس بيجابهاً في نظر لجان الترشيح التي يتملع إلى إطفار جين.

من هذا يتضح أن غهاب الدور الدي يتبني أن تضطلع به حوافز السعة بقدهم أمضاء المجلس إلى الحرص على حماية مصالح السهمين بقاسياق ترتيبات التعويضات عونتهجة المجلس إلى الحرص على حماية مصالح السهمين بقاساً 61 من الكتاب نقترح إصلاحات حابيمة الألهام على تحو فقي بقادة المجلس على المتهاء المجلس عوافز أعضاء المجلس بان إصلاحات من هذا الأنوع من شأنها أن تخلق لدى أعضاء المجلس حوافز أعضاء المجلس عرافز ممايزة على تحملة الأسهم بديلاً من مميايرة المجلس غيابة على المجلس غيابة على على السمة بقاده إلى المعارجة على المحارجة على المجلس خوافز المجلس على خدسة مصالح حملة الأسهم بديلاً من مميايرة المجلس غيابة مواجهة

الدواقع الافتصادية والفرّعات الطبيعية التي تمضع أعضاه مجالس الإدارة إلى الوفوف في صف الديرين على حساب حملة الأسهم.

عوز الوقت والعلومات

حتى أولئك الأعضاء المستقاون الذين يرغيون لسبب أو لأخرية الدفاع عن مصالح هملة الدفاع عن مصالح هملة الأسهم خلال جلسات التفاوض على أجور الدير العام وغيره من الديرين التنفيذيين عادة ما كانوا بواجهون مشكلة عدم توافر ما يلزم من الوقت والملومات للنجاح ية نلك اللهمة ألا ممظلم أعضاء مجالس الإدارة المستقلين بز لولون أعسالاً أخرى تقنضي الالتزام بدوام كامل. والواقع أن الأعضاء السنتقلين لم يصرفوا ية الأحوال الدادية إلا اللزر البسير من الوقت للإدارة ية الذه التي يشغون مقاعد ية مجالس إدارتها. الوقعة مستوى أداء الشر كان التي يشغون مقاعد ية مجالس إدارتها. فضائح الشركات التي الدة التي سبقت موجة فضائح الشركات التي الدة التي المجلس الوادرة ية الدة التي سبقت موجة الوادد سوى نصو 400 ساعة فقط على استداد المام 50. وية الواقع، وكما يوثى راكيش كورانا الوادة من على السائل الحساب بالدهشة لقلة ما مسوفته مجالس الإدارة من الوقعة معين على السائل الحساب بالدهشة لقلة ما مسوفته مجالس

أثناء السنوات القليلة الماضية شهد الوقت الذي يخصصه أعضاء مجالس الإدارة السنتلون للمائلة بعضويتهم في تلك البوالى تزايراً كبيراً ومطرداً. ويحسب بعض التقديرات الني تقاولت 1000 شركة من كبرى الشركات السيمة العامة فيا الولايات المتعدة فإن أعضاء التي تقاولت 1000 شركة من كبرى الشركات السيمة العامة فيا الولايات المتعدة فإن أعضاء مجالس الإدارة قد خصص واخلال العام 2002 نحو 190 ساعة بمتابعة الهام المترتبة على عضوية المباشان الإدارة على الارديات وليان ساءة بمتابعة الهام المترتبة على يتبني بالمثابل ألا نقفل مشيقة أن فانون سارنس -أوكسلي وما رافقه من نشديد على شكليات عصل مجالس الإدارة ، فقد خلق الأعضاء عجالس الإدارة ، فتباجات إضافية من حيث الوقت. لذلك فإن من المتوف أن يستمر الأعضاء المستقلون، الذين يقتصر التزامهم مع الشركة على عوام جزئي عند الحاجة ، فإذ تقصيص فدر قبل فقيط من وقتهم لتصميم وابرام ترتبيات

<u>64</u> ابر دون آواء ____

إحدى الشركات القانونية الشهورة على عملائها. ينصبع بأن تجتمع لجنة التعويضات ثلاث مراتبها المام. مرتين له كانون الثاني/بناير ومرة لها تشرين الثاني/نوفعبر⁵³.

وبالإنساضة إلى ما يواجهونه من حدود زمنية طيان الكثيرين من أمضاء مجالس الإدارة لا يملكون المرطة والخبرة اللازمتين لإجراء تقويم موضوعي لترقيبات التدويضات التي تقع على عائقهم مسؤولية البت في أمرها، وقد لحظ جيفـري سونقهاد، الدميد الساعد لديه بيل للأعمال، هذه الظاهرة فاثلاً: «قد عملت مع المديد من لجان التدويضات، وأعلم جهداً أن أعضاء مجلس الإدارة في كثير من الأحيان بمجزون عن فك رميوز الأحكام المقدة في الوثائق التي يتبقي عليهم مراجعتها وتقويمها، وخشية الظهور بمظهر المفال يتجذب أحدهم الاستضار عن قابة عمل بعض الأدوات التي تشطوي عليها تلك الأحكام أشا

لية سعيهم إلى انضاد الضرارات الفاسية بشان التعويشات وجد الأعضاء فاستقلون أنفسهم عموماً مضطرين إلى الاعتماد على الملومة والثفورة القدمتين من قبل قسم فلوارد لايشرية في الشركة ومستشاري التعويضات الذين يتماقد معهم ذلك الفسم: واعتمادهم على هذا المسدر القريب من الجهاز التنفيذي قد أمهم بطبيعة الحسال بلا حرف بعض الأمور بية الاتجاد الذي يخدم مصالح فلديرين التقهذين 25.

مستشارو التعويضات

رأيق أن أعضاء مجالس الإدارة لديهم دوافعهم الاقتصادية وميولهم النفسية التي تشجعهم على تبني سياسات تشطوي على بعض الحاياة للمديرين الاتفهذيين حتى لو كانت الملوسة والشرورة التي يبنون عليها قراراتهم قادمة من أشفاص لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم. غير أن الأشفاص الذين يزودون أعضاء المجلس بالملومة والمثورة همم أنفسهم لديهم بدورهم دوافعهم الغاصة لصاباة المديرين. وهذا يصح ليس فقط غيما يخصص قسم الوارد البشرية بن الشركة، والذي يخصّح بطبيعة الحال تسلطة المدير المام. وزنما أيضاً فهما يخص مستشاري التمويضات الذين توكل اليهم، بعوجب عقد خارجي. مهمة تقديم الملومة والمثورة، لقد واجه مستشارو التمويضات على الدوام دوافع قوية الإرضاء الديرين العامين أو على الأقبل للعرص على عدم إغضابهم، وعلى عد متبير وورن بوغيت فإن سنتشاري التعويضات الا يجدون أي مسوية علا تمييز الجهة التي تدهن الزبدة فوق رغينهم ⁵⁶.

عبادة ما كان التعاقد مع مستشاري التعويضات يتم عبن طريق قسم الوارد البشرية في الشركة، وكثيراً ما كان التعاقد مع مستشاري التعويضات يتم عبن طريق قسم الوارد البشرية عملية الانتقاء ⁵⁷. وحتى في حالات عدم تدخل الدير السام لم يكن صمياً على المستشار الذي يقع عليه الاختيار أن ينهم من نثقاء نفسه أن أي اقتراح لا يرضي الدير العام من شأنه أن يقضي كلياً على فرصة المعمول على عقد أخر من الشركة في المستقبل، ومن جهية أخرى فإن مستشاري التعويضات يمعلون مادة لدى شوكات الاستشارات، ومن جهية أخرى فإن من الاخدمات المعتقدة الأخرى التي تعدمها الأمياء الموارد البشرية في الشركات المنتقدة، وشركة الاستشارات التي يعمل لديها مستشار التحويضات الكلف كثيراً ما تربطها بالشركة وشركة الاستشاري الدين يعرض أدير مستقبلية مع ظك الشركة. وقد على أحد مستشاري التعويضات على حساسية هذه الدلاقة بالقول: مغالك شريعتان من المملاء الذين يعرضي أحدنا على ألا يغضبهم – المملاء الحاليون والعملاء المعامان في المعملون 69.

وية النهابية. وحيث إن إبراد انهم لا علاقة لها من قريب أو من بعيث بقيمة رأس المال المسيد. بقيمة رأس المال المسيم، فإن مستشاري التمويضات لم يتحصلوا يوماً أياً من التكاليف التي فرضتها محاياة المديرين على حملة الأسهم، لم يكن أمام المستشارين أي خيار آخر سوى جني المكاسب عبر توظيف خبراتهم وصلاحياتهم في محاياة المديرين الماصين. وقد وصف الثمان من أعضاه مجالس الإدارة. في مفايلة أجرتها معهما مجلة فورشن تحت غطاه صن السوية، البنية المامة للدوافع التي تؤثر فية أداء مستشاري التمويضات وصفاً لاذعاً بشير إلى المقيقة دون موارة بل برخيء من القسوة:

أعتقد أن من الصعب أن تُجد مستشارةً واحداً لا ينتهي به الأمر بهُ نهاية الطائف إلى مز اولية النهر ، المستشارون يحصلون على مقودهم من الجهاز التقهيدي. وهم يعلمون أن المتود التي قد يحصلون عليها بهُ المستقبل لن تكون إلا من الجهاز التنهيدي. _ أج وين أداء ____

أي نوع قد يضطر في بالك من أنواع المنتشارين إنما يتم استقدامه بقصد خفض التكانيف، أما في حالة مستشاري التمويضات، فإن الهدف الأساسي من استقدامهم إنما هو تقديم المنوفات لكل ما يريد الدير العام تمويره. دون فيد أو شرط، وها النهاية يكفي أن يسأل المره نفسه: من الدي سيقترح أسماء أولئك المستشارين على المديرين العامين الأخرين، ⁵⁹6.

ودواضع مستشاري التعويضات تمثل عاملاً مهماً لأن هـؤلاء يتمتعون بصلاحيات واسمة له أدائهم نهستهم. فالمستشارون يقدمون العطيات التي يبني عليها أعضاء مجلس الإدارة قراراتهـم بشأن التعويضـات. وهم أيضاً يؤطـرون المسائل ويتومون بإعـداد قائمة العنول البديلـة ليصار إلى طرحها على المجلس. إن محدودية الوقت الذي يستطيع أعضاء المجلس تخصيصـه للبحث له قرارات التعويضات، وافتتار هـؤلاء له كلير من الأحيان إلى المطومة والخبرة اللازمتين، يقودان أعضاء المجلس إلى الاعتماد على نحو رئيس على المعلمات التي يقدمهـا المنشـارون، ومن منا فـإن أي انحياز إلى محاباة الديرين مـن جانب مستشاري هرضنا جدلاً أن أعضاء المجلس ليس لديهم أي دوافع أو مول لمحاباة الديرين.

ومن الوسائل التي يستخدمها المستشارون بلا محاياة الديرين أن يعمد أعدهم إلى تجميع جملة متكاملة من معطيات التدويضات تقدم المسوع «الموضات يعيلون على الدوام إلى تصميم يطالب به الدير ، وعلى سبيل الثال فإن مستشاري التدويضات يعيلون على الدوام إلى تصميم إحصاءاتهم على نحو انتقائي سبيا إلى اخترال القارنة بلا الجانب الذي يغيد بلا دعم التوجه إلى ذريادة الأجـود ⁶⁰⁰، فإذا كان أداء الشركة جيداً عسد المستشارون إلى اقتراح زيادة حجم الشويضات بعجمة أن الأجود يتبني أن تفكس مستوى الأداء، ولهذا السبب ينبني أن يكون أجبر الديبر العام أعلى من وسطي أجود للديرين على مستوى حقل العمل لففي، وبالتأكيد أعلى بوضوح من أجود نظراته مديري الشركات الأخرى الذين قدموا أداء متواضماً، أما إذا كان أداء الشركة ضعيفاً فإن المستشارين يعيلون إلى غض الطرف عن الأداء وتسليط الشوء على المايير القياسية للأجود على صعيد شركات الحقل المشي مؤكدين بلاذلك على ضدورة أجد الدير العام بما ينسجم مع مستويات التعويضات السائدة أ⁶⁰. مستقبلاً قد تقتقل صلاحية التعاقد مع مستشاري التعويضات رسمياً من يد قسم الموارد البغرية إلى يد لجنة التعويضات. تقضي شروط التسجيل الجديدة بلاسوق نهيوروك للأوراق البلغرية إلى يد لجنة التعويضات. بموجب ميثاق تشكيلها، الجهة الوحيدة الطولة بالتعاقد مع مستشاري التعويضات وتقويم سولاء بمساعدة اللجنة فهما يخصس تقويم تعويضات المديريين التعنيذيين في في من أن قسم الموارد البشرية سيعتقظ بلا جمهم الأحوال بدوره الهديريين التعنيذيين بوصبي بالاستمانة بمستشار مون آخر، وإذا ما أخذتنا بالصعبان أن المستشاريين يحصطون على القسم الأكبر من إبرادائهم عن طريق تقديم الخدمات المنتقفة لقسم الموارد البشرية ، بمكنة أن نجزم بأتهم لس يخسروا شهناً من دواهنهم القوية لترك التمسيا فإلى المام. ومن هنا فإلى الإشابية التناجر المام. ومن هنا فإلى الإشابية الانجر المام. ومن هنا فإلى الإشابية الانجرا المام.

وعلى كل حال فإن إعطاء لجنة التعوضات السقطة الحصرية للتماشد مع مستشاري التعوضات من شأته أن يدفع الستشارين إلى توجيه امتمامهم شعو تطلعات اللجنة بدلاً من تطلعبات الديرين، لكن من غير التوقع أن يستشعر مستشارو التعويضات أي دواقع مباشرة للتركهاز على مصالح حملة الأسهم، ومن عنا يمكن القول: بتسدر ما سيعتضط أعضاء المجلس بدواههم وميولهم لحاباة الديرين، سيستمر مستشارو التعويضات على الفالب في مساعدتهم على قبل ذلك.

المديرون العامون المينون حديثاً

يضمالت مجلس الإدارة بيهمة المسادقة على تعويضات الدير المنام لدى تهين مدير عام جديد للشركة. وكذلك أيضاً على نحو دوري أثناء سنوات عهد الدير العام بلا الشركة. وبلا انتشاد لنا كنا قد أوردناه بلا عمل سابق زعم كيفن موريلا أن الديرين العامين الجدد لن يكون لديهم ذلك القدر من القوة والنفوذ ولن تتوافز لهم الوسيلة للتأثير بلا قرارات مجلس الإدارة عندسا يتفاوضنون مع أعضاء للجلس على وزعة أجوزهم الأولى. حتس إذا سفنا البناس المساب بنهاب المساومة على مطال الذراع عن مسرح التفاوض بين مجلس الإدارة والدير العام المستمسر بلا فياد شه للشركة. فإن هذا النوع من المناومة حاضر ودون أدنس ثلك. والقول المستمسر بلا فياد شه كانشر كلك. والقول المورية، ادى نصيح مدين عام الشركة ⁶³ أصا رويتنا الواقع فقول إن مفاوضات مجالس إدارة الشيركات مع الرشعين الجدد تسلم منسب الدير العام ربما كانت أفرب ظهلاً إلى نصونج السلومة على مطال الذراع، إذا ما فورنت بالفلوضات مع الديريس العامين المستمرين بلا شفاع كانت ولا التنافية عن مضمون ذلك اللمونج.

من المؤكد أن بعض العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدهم أعضاء المجلس إلى محابالة الديرين التفهذيين الذين على رأس عملهم إن تكون حاضرة عندما يتفاوض أعضاء المجلس حمول ترتيبات التمويضات مع مدير جديد معتمل فادم من خارج الشركة، فالم شع الجديد لنصب الديسر العام لم يكمن له أي دور به تسمية أي من أوثنك الأعضاء لعضوية مجلس الإدارة، ولنذلك ضإن أياً من أعضاء المجلس ان يضمر تجاء الديسر الجديد المعتمل بواجب الانتزام والسولاء الذي يشعر به تجاء الدير الذي دعم تسميته لمضوية المجلس، وبالإضافة إلى ذلك فإن روح الألفة والزمالة، التي تتمو بالتدريج عبر العمل معاً ضمن إطار مجلس .

ومع ذلك فإن من الموجع أن الساومة بشأن التعويضات قد كانت بعيدة كل البعد عن مطال القدرة وعند عن المبعد عن مطال القدرة وعن المبعد عن المطال القدرة وعن المبعد المبعد

ومن جهة أخرى فإن بمضاً من العوامل الاجتماعية والنفسية التي تدفع أعضاء المجلس إلى محاباة المدير العام المستمرية شفله للنصبية ستكون حاضرة بالدرجة نفسها الدرجة في حالية التفاوض بشأن التعويضات مع المدير العام الجديد فهيل توليه المنصب. فعيت إن أعضاء المجلس سيتطلعون إلى العمل جفهاً إلى جنب في جو من الزمالة مع الدير العام الجديد . لا بد أنهم سهممون بعليهة الحسال إلى تهيئة كل الطروف كي تكون الانطلاقة الجديدة لعليفة سلسة. كذلك فإن الدواضع الثقائية لتجنب مفاقضة الدائد، التي تدفع أعضاء اللجلس الذيت يتفاعل الوقت ذاته مفاصب مديريين تثفيذين في شركات الخركات المؤلفات ا

وأضهراً فيان الحدود التي يصطدم بها أعضاء المجلس من حيث الزمن والعلومة. التي تحد من قدرة أصحاب الدزيمة والتوايا الطبية منهم على الخوص في مساومة موضوعية عمد القدير العام، قد ثبت حضورها بالدرجة ذائها بلا مفاوضات مجالس الإدارة كانوا ولا يزالون مع المدرين المجدد الخارجين، وعلى حد تبيير راكيش كورانا فإن أعضاء مجالس الإدارة كانوا ولا يزالون بمبدين كل البعد عين الدفة حتى في انتقاء المديد العام الجديد الحق أن اختيار المدير العام الجديد الحق الما يكون عاملاً أكثر أعصية بالنسبة استقبل الشركة من تفاصيل برنامج التعويضات الشركة من تفاصيل برنامج التعويضات الدير أحده منسواره بن قيادة الشركة. وإذا كان أعضاء المجلس لا يبدلون إلا ظهارًا من المجدود والاهتمام في اختيارهم المدير العام الجديد، فإنهم لن يبدلوا على الغالب الكثير من الجديد والاهتمام في مساومة المدير العام الجديد على تعويضاته.

وفضاً لا عن ذلك، وكما ية حالة الديرين العاصين المنتمرين ية شفلهم للناسبهم، فإن القيدود الزمنية ستضطر أعضاء الجلس ية دراستهم ليرنامج أجدور الدير العام الجديد إلى الأمنساء على المعاورة البيرية ومن يستمين به إلى الأمنساء على المعاورة البيرية ومن يستمين به ذلك القسم من مستشاري التمويضات. وعناصر قسم الوارد البيرية بدركون جهداً أن الشخص الذي يقومون اليوم بأعداد برنامج تعويضاته ديما يكون رئيسهم ية الغد. كذلك فيأن مستشاري التعويضات يدركون بعورهم أن المعير العام القادم سيكون له كبير الأثر ية فراد الشركة المستقدم بيات المستقدم بيات المستقدم بيات المستقدم بيات المستقدم بيات المستقدم بيات المستقدم المستقدم بيات المستقدم بيات المستقدم المستقدم المستقدم كان لديهم على الدوام حافز حقيقي لاستخدام صلاحياتهم بي محاياة المدير العام الجديد.

ولية الفهاسة. وإذا منا أخذمًا بالحسبان النظرة السلبية التس ستوعه الي معلس الإدارة إذا منا فشيل به التعاقد مع مديس عام بديل به الوقيت المناسب. فإن مين مصابعة أعضاء الجلس أن يضحوا بالمساومة الجدية إذا ما كانت سنفود إلى ايقاف عجلة الشركة. والموافقة علس النبويضات الني يطالب بها المرشع لنصيب الدير السام نقلل كثيراً من خطر الساس بمشاعس المرشع ودفعه إلى الانسجياب، كما تجنب المجلس أيضاً خطس الإنهام بأنه يتعمد خرضي شروط تعجيزية: وهي في ذلك ثمثل الطريق الأسسرع والأضمن لزيادة احتمال قبول الترشح بالمرض القدم له، والمجلس لا يريد أن ينسب اليه افساد الأمر عبر اضاعة الشخص الذي رأى التجلس ذاته أنه الأنسب لتولى مهام الدير المام في الشركة، وبالإضافة إلى ذلك ضبان أعضاء المطس يرغبسون في إتمام عملية اختيار الدير المسام الجديد بالسرعة المكنة وفهية تخفيف العب، الكبيل اللقي على عائق المجلس، وفي الوقت ذاته ضان التكاليف التي قبد يتعملها أعضاء الجلسية حال استسلامهم لطالب التعويضات الفرطة التي يقرمها المرشح مشيلة للغايبة بالنظر إلى حصصهم المتواضعة مين أسهم الشركية. وهكذا فإن أعضاه الجلس إذا ما تشبئوا بدور الساوم العنيد. يضمون أنقسهم أمام أحد احتمالين: ربم ضئيل أو خسارة كبيرة. وبالقابل فإن الرشع منصب للدير العام لديه كل الدواهم للصمود والامسوار على أجور أعلى وأقل حساسية للأداء طمسأ في ضمان حصوله على دخل مرتفع حتى إذا منا كان أداؤه متواضعاً. كل هذه العوامل مجتمعة تعميل على ترجيح كفة الديرين المامين حتى لو كانوا جدداً غربيين عن الشركة.

حالات إفالة المديرين المامين (على ندرتها)

سجـل توانــر حــوادت إفالة الديــر العام من فيــل مجلـــي الإدارة ارتفاعــاً ملعونظاً في تسمينيات القرن الماضي بالقاونة مع المقود السائفة. وقد عزي ذلك إلى تقامي دور الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات⁶⁵. وقد لقي نوجه بعض مجالس الإدارة إلى التقتكير في إقالة الدير المام بسبب ضعف أدائه قدراً كهيراً من الامتمام بصفته بمثل مؤشراً قوياً على حدوث تطور حقيقي على مسيد حوكمة الشركات⁶⁶.

 الدئيس على أن المعالس تتمامل مع القديرين بالانمل على مطال ذر اعها⁴⁷ هيجلس الإدارة المذي يذهب بلغ تمامله منع الدير المام إلى حدد التلويج بالإقالة شادر بالتأكيد ، وفق هجة هنولاه ، على التفاوض بشنأن التعويضات على مطال المذراج ، غير أن طاهرة إنجالة المدير الصاهر ، أو دفعه إلى الاستفالة ، عاجزة بلغ مقيقة الأمو عن إقامة الدليل على التمامل على مطال الدراج بين الجلس والمدير .

إن من المهم أن نعفظ علا الذاكرة أن نواتر حوادث الإقالة لا يزال ضعيفاً إلى أبعد الحدود. وقعد بهذه دراسة شعلت أكثر من 1000 شركة أن نسبة الديرين العامين الذين استقالوا أو أرضوا على الاستقالة بسبب ضعف الأداء أثناء المدة المعدد من 1903 وحتى 1999. كانت أقل من المائلة في العام 58. كما كشفت دراسة أخرى عن أن إبرادات الديرين العامين في الشركات المدينة العام 58. كما كشفت دراسة أخرى عن أن إبرادات نظر الهم في الشركات الردينة العام 59. والمعارف المعارف المعارف المعارف الموادنة المعارف الموادنة المعارف الموادنة المعارف المعارف

وفضلاً عن ذلك فإن مجلس الإدارة يعد لل الحالات القادرة التي يطلب فيها من الدير المام تقديم استقالته إلى إغداق العطاءات الجائهة على هذا الأخير ضمن ما يعرف باسم رزمة ،مع السلامة - مبالغ مائية ومكاسب وسمهلات خارج إطار شموسات إنهاء الخدمة المنصوصي عليها لج المتد - كي يكون الرحيل حلواً جميلاً . وسوف تأتي إلى مناششة هذا النصوصي عليها لج المتحافظة التناسب عن المتحافظة المنطقة المنطقة من المتحافظة المنطقة من المتحافظة المنطقة المنطقة من المتحافظة المنطقة الم

حتى الوسامنا جدلاً بأن مجالى الإدارة فادرة على اتفاد قد الوات مستقلة بشأن إقالة الدين بن سالة جدلاً بأن مجالى الإدارة فادرة على اتفاد قد التعد قرارات مستقلة بلا الدين بالفسرورة أنها قد تتعد قرارات مستقلة بلا الأحوال العادية عندما يتنفق الأمر بمهام اعتبادية من شاكلة ترتيبات التدييضات. عندما الأحوال العاديق التدييضات. عندما بيكون أداء الشركة تعيساً يتعرض أعضاء المجلس، إن هم طلوا ساكنين ولم يقطوا شيئاً، من أن ذلك قد يستقصيراً واضعاً عن أداء مهامهم. الأمر الذي قد يشر موجة من الانتقادات الحرجة بلا الأوساط الكفينة، وربعا ينتهي الأمر إلى تحديث انتفادية يقدم عندية بعضهم. عندما بلا الأمر إلى شمالة أعشاء المجلس الباشرة للفطر، فإن دوافع مؤلاء إلى إنقالة الدير العام قد تنظب بالفعل على العوامل الاجتماعية والفعلر، فإن دوافع مؤلاء إلى وغيرها من العوامل التي تدفع يهم بلا الأموال العادية إلى الابتماد عن كل ما من شأنه أن ينضب الدير العام، لكن خطر حدوث مثل ثلك التطورات عشل جداً، إن لم يكن مصوماً. حين بقد بالمهاد المجاهة على ترتيبات تعويضات.

ثفاوت عمليات تحديد الأجور بين الأفضل والأسوأ

بالرغم من ابتساد عملية تمديد الأجوز عن الساومة على مطال الدراع في الفاليية المنظمين من الشركات السهمة العامة. فإن سير ظلت العلية كان في بعض الشركات السهمة العامة. فإن سير ظلت العملية كان في بعض الشركات أفضل بوضح عنه في بعض الشركات الديرين في مكافأة المنظمة المنظمين من التقييدين فيما يقتص المنظمين من المنظمين التنفيدين فيما بالأعضاء المجالس، مسلاحيات الديرين في مكافأة الإدارة إلى معابات الديرين المعدودية التكافيف التي يتعملها أعضاء المجالس أنفسهم من الإدارة إلى معاباته المجالس أنفسهم من الإدارة الى معاباته المجالس المنظمين التي يتعملها أعضاء المجالس الإدارة المنظمة - هذه العوامل جميعة التأرجع في شدتها من شركة إلى أخرى. وكلما كانت محصلة هذه العوامل مجتمعة أقوى وأشد، كان الانعراف عن المناومة على مطال الذراج أكبر وأكثر وضوحاً. في الفصل 6 سوف فأتي على مقال الذراج

المديس العام تبلغ مستويات أعلى وتهدي حساسية أقل لسلاداء. كلما ازداد نفوذ المدير العام وانسمت سلطته على أعضاء مجلس الإدارة.

وبمثل منا نتباين درجة انحراف تماصل الجلس مع الدير عن متطبق مطاق الذراع بين شركة وأضرى. فإنها تضمع أيضاً لتطورات من نوع أضر يفرضها عامل الزمن، والمغيثة أن النوامل التي تعرفل التقاوض على مطال الذراع تمثل إلى حد بعيد حصيلة جملة القواعد القانونية السازية والسياسات العملية التي تعتمدها الشير كات، والقواعد والسياسات الراهنية جملت أعضاء مجالس الإدارة عرضة لتأثير جملة من الحوافز والدوافع والدوامل التي تفتهم من مساومة للديرين على مطال الذراع بشأن الأجور.

بالرغم من التفييرات التي أدخلت على شروط التسجيل هيان الأعضاء المنتقلين في مجالس الإدارة سوف يجدون. كما في السابق. في تجنب التزاع مع الدير العام يمثل الاستراتيجية الأكثر أماناً لضمان إعادة الانتخاب لمضوية جديدة في المجلس. وكذلك أيضاً للطفر بعصسة من الكافئات التي يقدمها الديبر العام عبر فقوات كليرة ستيقى في جميع الأحوال تحت نصرفه. العوامل الاجتماعية والنفسية، كروابط الصداقة، والزمالة، والولاه. وروح الجماعة، ومشاعر الاحترام تجاه قائت الشركة، سوف تستسر جميعها فيلانحريك الكيرين من أعضاء المجلس، ولـن يكون هناك بالا الفايل معا يعضى أعضاء المجلس على من جرًاه معاباتهم للمديرين باقية على ما هي عليه من الشائلة والصغر. ____ ئے بودنداء ____

لشد زعم خبيراء حوكمة الشركات في كتاباتهم التي حملت تواريخ الدرج الأخير من
تسبيليات القرن الماسي أن تقامي غلية الأعضاء السنتان ألقاء ذلك المقد هد حقق نجاحاً
ملموطاً على صعيد إعطاء المجلس دوراً أكثر فاعلية في مراقبة أداء الدير المام والإشراف
عليه 70 . غير أن الواقع يؤكد، كما رأينا سابقاً . أن مطاهر الانعراف عن منطق التفاوض على
مطال الدراع فد خلات ماضرة بقوة. وباعتقادنا فإن التوقعات المالية بأن شروط التسجيل
البديد في آسواق الأوراق المالية من شأتها أن تدبية السيادة إلى منطق التفاوض على مطال
المدراع هي بدورها توقعات لا سرح فها ولا صامن على المساين 5 ال و 16 سوف نفترح بعض
الإصلاحات القادرة على تفليص سلطة الديرين العامين على مجالس إدارة شر كانهم، أما
المتنافية يسبنا إلا أن نفتم هذا النصل بخلاصة مفادها أن تصاريس تدويضات الديرين
من تفي إصلاحات إضافية إذا ما أردنا عمالم علك التضاريس أن تلمتي حداً من قيود الناش
من تفي إصلاحات إضافية إذا ما أردنا عمالم علك التضاريس أن تلمتي حداً من قيود الناش
الشديد بنفوذ الديرين العامين.

3) قدرة المسهمين المحدودة على التدخل

أعضاه مجلس الإدارة يثمثعون بالقدرة والسلطة والصلاحيات الواسعة لصنم القرار بشأن تعويضات الديرين التنفيديين.

محكمة ومكلوب الملما بريم ق. أيستر، 2000

بعد أن رأينا أن مجالس الإدارة ثم نكن تتعامل مع المديرين التنفيذيين على مطال الذراع. تنتقل هذا الى السؤال عما اذا كان هذاك عوامل أخرى من شأنها أن تضطر محالس الإدارة والدبرين التثنيذيين إلى تبقى الثوم ذانه من عقود الأجور المتوقع أن ينتج نظرياً من التفاوض على مطال الذراع.

وعلى وجه التحديد بمكن القبول إن مساعى حملية الأسهم لتقييد ترتيبيات تعويضات الديرين قد توزعت بين ثلاثة مسائك: (1) مقاضاة مجلس الإدارة: (2) النصوبت ضد خطط التمويضات القائمة على خيارات الأسهم: (3) العمل على اصدار التوصيات التي تحمل اسم قرارات حملة الأسهم، وكما سنوضح غِلَافترات هذا الفصل فإن أياً من تلك السبل لم يقلح لِلْا تَمِكُينَ حَمِلَةَ الْأَسْهُمَ مِنْ وَشَامِ فَهُولَا حَقْيَقُيةً عَلَى أَجُورَ الديرينَ.

القاضاة

إنتيا بمماطية لانمنقيد بإمكانية ممالجية الشيكلات المعلقة معويضيات المديرين عبر القفوات الفضائية. فالمحاكم بكل بساطة غير مؤهلة للبت في أهمينة رزم التعويضات وسياسيات الأجور المغتلفة. إذا أردنا أن تفهيم التضاريس الحالية لتمويضات الديرين فإن عليفا أن تأخذ بالحسبان أن الهيئات القضائية قد دأبت في حقيقة الأمر على تحقب الدخول

يلا مناهــات تصميم ترثيبات الأجور . وأنّ خيــار اللجوه إلى القضاء لم يكن يوماً مناحاً على نحو شلى أمام حملة الأسهم.

نظرياً يمكن لحملة الأسهم التوجه إلى القضاء للطمنية الجدوى الاقتصادية لرزم التمويضات القدمة للمدورين باعتبارها نمثل تجاوزات برتكها أعضاء مجلس الإدارة والديدون على حد سواء بعق واجهائهم الائتمائية تجاه حملة الأسهم، وإذا ما اضطرت الإطلاق أن تقوم بإجراء مراجعة موضوعية نفيقة للإستمثاقات المائية الحقيقية والمتضافة المنافقية على في ترتيبات التمويضات. من القاحية العملية بمكن القول إن المراجعات القضافية قد عجزت دوماً عن فرض في فهود فعلية على أجور المديرين، وبالتمل فقد كشف دراسة أجريت في المائه المطافة المريت في المائه المشافية أجريت في المائه على المنافقة المريت في المائه المنافقة إلى الانقلاب على قرارات انخذتها مجالس الإدارة في بعض الشهمة العامة!

ية طل القاعدة القانونية السائدة التي تصرف باسم فاعدة أحكام العمل تأخذ الحاكم
بيساطة بقراوات مجلس الإدارة، وترفض مراجعة الاستحقاقات الفطية المتضبة فيها.
طالما أن تلك القراوات تستوية جملة الشروط القانونية الطلوبة ية عملية منها القرار،
ية حالة تدويضات الديرين إذا كان اتقاق الندويضات مصدقاً من قبل أعضاء مستقان
(اسبه) في مجلس الإدارة توافرت لديهم الملومات اللازمة. فإن قرار أوائك الأعضاء
بنت ع بالحصائة القانونية بموجه فاعدة أحكام العمل, وفضالاً عن ذلك فإن الهيئات
القضائية لم تكن تدفق كثيراً في المعلمات التصميفية لدى حكما فيما إذا كانت عملية
ممتع القرار في مجلس الإدارة تحقق بالقبل الشروط القانونية المطلوبة. بيل أن الهيئات
القضائية قد أجازت على العموم الاستفاد إلى المصائة القانونية بموجب أحكام العمل
المرد أن رزمة التدويضات قد تمت مناقشتها وتصديقها من قبل لجنة تدويضات مكونة من
المساء مستقاين توافرت لديهم بعض المطيات أو استمعوا إلى عرض قدمه بعض من خبراء
الاندويضات من داخل الشركة أو من خارجها.

طالما أن عملية صنع القرار تحقق تلك الشروط المسرة ضإن المسكمة سوف تبادر على المصوم إلى الاستناء إلى قاعدة أحكام العمل، وسوف ترفض النظر في حجج الادعاء التي تقدول إن رزمة التدويضات التي حظيت بتصديق المجلس كانت منافية المنطق المقالاني. الحجمة الوحيدة التي قد تهدي المحكمة استمداداً لمساعها هي أن رزمة التدويضات المهيئة شد بنفت حداً من اللاعقلانية بعضم أي إنسان عاقل من الواققة عليها. وأنها بذلك تمثل ببساطية وهدراً من المواققة محكمة ديساطية وهدراً وقاضحاً قوارد الشركة. في إنسان عاقل من المواققة عليها. وأنها بذلك تمثل ببساطية وهدراً وقاضحاً قوارد الشركة. في أن هذا المتهاس بمثل. كما وصفته محكمة ديلاوسر العلياء والمختباراً بالنع الصموية، يشدر أن تجتمع خبوطه في بد فريس الادعاء من حملة الأسهم ق. وقد وسف أحد مشاهور القضاة القضايا التي يمكن فيها إثبات والهدر، بأنها حملية الأسهم قي الدي بثير الشك في وجودها أو

ـــــا كان من المكن دائساً تقديم بعض الحجيج الدفاع حتى عن أســـواً خطها التعويضات وأكثرهـــا إضراراً بعصلعــة الشركة. فإن تحقيق المهار المللوب لتدخيل القضاء يمثل أمراً بالغ الصحوية، وبالفعل فقد بنيت دراسة قام بها مارك توفنشتاين أن محاكم الاستثناف لم تصعد بلة تاريخ فضايا الشركات المسهمة العامة قراراً واحداً تثبِّت فيه حكماً يقضي بتقليص حجم تعويضات الجهاز التفهذي على أساس نظرية الهدر⁵.

وحرصاً على الشمولية ينبغي أن تلحظ هذا أيضاً أن حملة الأسهم الراغيين في الطمن البعضات الديرين بواجهين، بالإضافة إلى ما تقدم، جملة من الحواجز الإجرائية تجملهم يجدون صعوبة باللغ حتى الإيسان ادعائهم المادي إلى أذان الفضاة. والإجرائية تجملهم يجدون صعوبة باللغ حتى الإيسان ادعائهم المادي إلى أذان الفضاة. فالتعويضات الفرطلة لا تسبب ضدوراً مباشراً لحملة الأسهم، وأنسا تلحق بهم ضرراً غير مباشر عبر الإخرار بقيمة حصصهم من حقوق ملكية الشركة، في ظل قانون الشركات الرائمن تقصص مسلامهات حملة الأسهم إلى حالات كهذه يوجه عام يقرفه ما يسمى «دعوى الرائمن تقصص مسلامهات عن الشركة، وحيث إنَّ مجلس الإدارة، وليس حملة الأسهم، هذه البهدة المخولة عموماً بالنشاذ القرارات نهاية عن الشركة – بها في ذلك قرار وضح دعوى قشائية – فإن الحاكم قد فرضت تقييداً شديداً على قدرة المسهمين على منابعة مسيرة الدعوى الثانوية.

<u>78</u> اَج بِنِ أَدَاء ____

من القيود الإجرائية الرئيسة ما يعرف باسم مشرط الطلب، ومفاده إرغام حملة الأسهم على تقديم طلب رسمي إلى مجلس الإدارة لعراسة الشكلة ومناكجتها، قبل أن يسمع لهم برضع دعنوى فضائية، وبلا حال عدم تقديم هذا «الطلب» ضيان من حق البعلس عموماً أن يصرف النظر عن القضية⁶.

إذا كتب السهدون من الجلس متابعة مشكلة التنازع. فإن العبلس بأخذ بزمام الدعوى الأنشائية وقد يضرون الجلس المتواوي الأنشائية وقد توسرف الأنشائية وقد يقر إلى المساطلة إيقافها . في إذا ما أعطى الجلس الانطباع بأنه قد تصرف بأستقلالية واهدم بدراسة الادعاء على نعو معضول. فيإن المحكمة سوف تحدرم قرار المجلس وتقلق علف القصية دوسوف نقهي مقامرة الدعوى القشائية بالمودة مجدداً إلى شرار التمويضات الأصلي الصادر عن الجلس، وبالتنجة فإن السبيل الوحيد الذي يتبح للمسهمين المنسي قدماً بلا متابعة الدعوى هو الانتفاف على دشرط الطلب، والانتفاف على دشرط الطلب، والانتفاف على دائرط التنفيق أن يتبح المسهدون في القتاع هيئة المحكمة بأن تقديم مثل ذلك الطلب.

غير أن إثبات عدم جدوى «الطلب-يتنشي أن يقوم فريق الادعاء بتعديم حقائق تفصيلية دفيشة تثير شكوكاً مقيقية حول نزاهة أعضاء الجلس واستقلاليتهم، وهذا الشرطد من العسمب تحقيقه، ولا سيما إذا ما أخذتها بالحسيان أن فريق الادعاء يلا هذه المرحلة من مراحل الدعوى فم يعصل بعد على فرصة الطالبة بفتح تحقيق ينبح له الوصول إلى الوثائق ذات العملة أو إلى أي إفراز رسمى من جانب الدعى عليهم.

وأضيراً، وحتى إذا ما تجع السهسون بإن الالتفاف على شرط الطلب عبر إثبات عدم جدوى الطلب، هان مجلس الإدارة يعتقط بعضه بالا تشكل داجنة مقاضاة خاصة من أعضائه المستقلين للفطر فهما إذا كان استعرار الدعوى القضائية ينسجم مع «المسلحة الالهاء الشركة، وإذا ما القرحت اللجنة إيقاف الدعوى، فإن الحكمة غالباً ما سوف تعترم هراز اللجنة وتعلن إغلاق علف الدعوى، وإجمالاً فإن على المسهمين التغلب على العديد من العراضل الإجرائية قبل أن تقبل هيئة المحكمة الاستماع الاعماداتهم بشأن تعويضات الديرين، وحتى عندها يطلل أمامهم مهمة القدور بإنا المحكمة الانتفاضة حول مشروعها التعويضات النشازع طبها - وهي مهمة شبه مستعيلـة بالنظر إلى الاحترام الذي يكنه الفضاة لأحكام وقرارات أعضاء مجالس الإدارة فهما يتعلق بشؤون أعمال شركانهم.

حطيت قضية شركة ديستي. التي تناقتها محاكم ديلاوير أنساء الأونة الأخيرة، بتدر كوير أنساء الأونة الأخيرة، بتدر كوير من الاهتمام، وقد ذعب اليعض إلى التول إن مجريات تلك الفضية نبشر بنغير حقيقي لم موقف القضاء من مسألة ترتيبات التدويشات. تدور القضية حول مايكل أوقيتز الذي غادر ديسني بعد أن شفل فيها منصب الرئاسة مدة تقل عن عام واحد. وبالوغم من إجماع الأرساط المنهية على وصف أداء أوقيتز بالبائس والخائب. فقد أدار هذا الأخير ظهره الأرساط المنهية على وصف الأجهز من البائس والخائب. فقد أدار هذا الأخير ظهره الشروط كالجعفية التي يتمن عليها بند الإفاقة في عقد الاتفاق. التي تعصل تعويضات الإقالة كان الدورة وتقدم بذلك مثالاً للعوافز المكسية. في نظل أمكام ذلك البند يستنظ أوقيتز المكسية في المصول على كامل تعويضاته في حالية الإقالة . من لو كان السبب ضعف الأداء، بعقه في المصول على كامل تعويضاته الشب كان سيتفاضاها لو تستى له البشاء في منصبه طوال المدة التصوم عليها في المقد.

به بادئ الأمر أيدت محكمة ديلاوير النيا قرار محكمة البداية القاضي بعدم الاستماع إلى حجم الادعاء التي تقصف رزصة تعويضات أوليشز بأنها نضر بمصلحة الشركة عبر الحواضر المكسية التي تقدمها للرئيس.غير أن المحكمة العليا أعطت قريل الادعاء فرصة الرجارة إلى محكمة البداية وتقديم شكوى معدلة تقدوم على أخطاء فانونية ارتكبها مجلس الإدارة بها عملية تحديد التعويضات. وعندما قام قريق الادعاء بعدنذ بكشف بعض المقائق التي تشهر بقوة إلى أن لجنة التعويضات قد تصرفت بقدر فاضع من عدم الميلاة بالانمساح على رزمة التعويضات المتازع عليها. فروت محكمة الهداية إعادة النظر في القضية والسماح بحتابيتها، واقتضية الهوم قهد البحث والتداول قدى الهيشات القضائية المؤسف. وقد رأى الكشورون في مجرد فيول المحكمة بمنابعة تلك التضية. بدلاً من مواجهتها بالرفض المبدئي المهود، نصرة عظيماً لفريق الادعاء من حملة الأسهم.

وعلى الرغام من أن عملية القاصاة ربما تعيد لحملية أسهم شركية ديسني جزءاً من أموالهام المهدورة، إلا أنها بلا المقيقة تسليما الضوه على الحدود الضيقية الهامش ندخل ______ أخر يون أواه _______ أخر يون أواه ____

التنساء بية المناشل الخلافية القنفة بالتعريضات. إنها لا تجدية مجريسات القضية أي موثير على التضيفة أي موثير على المتحدداد الهيئات القضافية الراجعة الاستحقاقات المالية التضيفة في المرتبط التعويضات. والأنكى من ذلك أن القضية الم تحصل على فرصتها بية الاستمرار والتقيم إلا بفضل طروف فردية خاصة أكبت صدفية الادعاء بأن أعضاء مجلى الإدارة قد تصرفوا بقدر غير معقول من البالاء عقد قام فريق الادعاء من حداة أسهم ديستي يكشف لم يستقرق سوى جزء صغير من اجتماع لم يتجاوز مدته الساعة الواحدة، وأن اللجنة قد لم يستقرق سوى جزء صغير من اجتماع لم يتجاوز مدته الساعة الواحدة، وأن اللجنة قد ذات صلة بالموضوع أو أي توصيات صن جانب خبراء التعريضات. حتى دون الاطلاع على مستودة الانقياق. ومن المؤكدة أن مجائس ادارة الشركات يمكنها أن تضمين مستقبلاً بكل

ومكذا فإن قضية ديسني تبين فقط أن الإيبنات التصالية قد تبدي استعداداً للاستماع إلى دعـوى قضائية فضد أعضاء مجلس الإدارة إذا ما عجز هـولاء عن إبـر از أي مستند ورضي ببين على الأقل حداً أدنى من الجدية وقدراً أدنى من الداولة والشاورة يلا تعاطيهم مـع موضوع الخلاف. بمجرد أن تقوم لجنة التعويضات بإبر از ما يثبت أنها قد تلت بعض المؤسسات والمطيات ذات الصلة بالوضوع وأمضت بعضى الوقت يلا دراسة تلك المطيات. لم تكن الهيئات القضائية لتبدي أي مؤشر يشير إلى استعدادها للتخلى عن موقفها الثابت (والفهوم) الراغب عن تقبيد صلاحيات أعضاء مجلى الإدارة يلا التكيف بوزم التعويضات

التصويت على برامج الخيارات

لية السام 2003، أقسرت هيشة الأوراق والأسواق الكالية إلى إي سني إجراء تبديلات على الأفوانسين الناظمة لأسواق الأوراق الكالية تقتضي تصويت السهمين على برامج التعويضات القائمة على خيارات الأسهم، عندئذ سوف يتسنى لمهوم حملة الأسهم، على الأقل نظرياً. التأثير لية تعويضات الديرين التنفيذيين عبر التصويت على برامو الخيارات. غير أن حملة الأسهم كانوا يصوتون أصلاً على معظم برامج خيارات الأسهم، حتى قبل أن يكتسب النصويت على برامج الخيارات صفته اللزمة أقضد كان العملة الأسهم الحق أن يكتسب النصويت على برامج الخيارات صفته اللزمة أقضد كان العملة الأسهم الحق في كثير من الحالات، بموجب فانون الشركات في الولاية للمنهة أو بموجب القواعد الثانونية السوق الأوراق المالية المنهة في المسويت على خطط التمويضات القائمة على حقوق الملكية بالمواطنة أو الرفض، وحملة الأسهم على الشهارات. كذلك فإن قوانون الشركات في كانسوا بتمتمون بحق التصويت على جميح برامج الفيسارات. كذلك فإن قوانون الشركات في مختلف الولايات تشترط موافقة حملة الأسهم على أي تعديلات براه إجراؤها على ميثاق الشركات في المركات في تعديلات براه إجراؤها على ميثاق الشركات في المركات في المركات في تعديلات الأسهم المرخصة في ميثاق الشركة، واعتماد بعض من خطط الخيارات يتتشي زيادة عدد الأسهم المرخصة في ميثاق الشركة، وأغيراً في أسواق الأوراق المالية كان لديها قبل تعديلات 2003 هوامدها الشانونية الشرعة موافقة حملة الأسهم على جميح خطط خيارات الأسهم التي تفتتر إلى بمض التنسيل أو الوضوس.

وحتس بها الحالات التي لم تكن فيها الشركات ماز صه بطرح خطط الغيارات التصويت عليها من قبل حملة الأسهم، فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تفعل ذلك طوعاً. إن الفقرة (m) 162 من القانون الضريبي الأمريكي لا تجيز اقتطاع التعويضات التي تتجاوز مليون دولار به الساس الأداء، ومن شروط إشراد الضريبية السنوية إلا إذا كانست تلك التعويضات الثمة على أساس الأداء، ومن شروط إشراد خطط التعويضات القائمة على أساس الأداء أن تحظى أساس الأداء، ومن شروط إشراد خطط التعويضات القائمة على أساس الأداء أن تحظى أبها لاتطاعات الديرين من الالتزامات الضريبية المنزفية على الشركة. كثيراً ما كانت تسمح لحملة الأسهم بالتعديث على براسح الغيارات حتى يا الحالات التي له يكن التصويب فيها شرطاً من ما مناسوط عليه يا قانون الشركات أو يا القوامد القانونية المسابق الأوراق المالية، وأخيراً فإن مجالس الإدارة كثيراً ما كانت تسمى إلى انتزاع تصديف حملة الأسهم على خطط الخيارات لما يؤلاد من حصاصة باستخدام التعويضات تصديف مضاعة للمجلس في التنزاع المعابقة المجلس في التنونية أن معاوي فضائية مصاحة لي المعابقة المجلس في التنونية أن معاوي فضائية مصاحة له التعارات الأسلة على خيارات الانتمانية دات الصلة باستخدام التعويضات التنابية على خيارات الأسلة على خيارات الأسلة على خيارات الأسلة على خيارات الأسابة أن

<u>- 82</u> أجر دون أواء –

ولسوه الحظ فإن نصويت السهمين على خطط الخيارات لم يكن قهمال عائماً حقيقياً لا وجه أشكال الانحر اف عن منطق الساومة على مطال الذراء. لا حالة الديرين الجدد لم تكن الخطط التي يصوت عليها المسهدون تتضمن عموساً أي تقصيل حول شكل أو بئية التعويضات التي سيتقاضاها مدير بعينه. بل كانت تقتصر عوساً عن ذلك على عرض بعض المعاصلات التي تحدد الإطار الصام لاستخدام خيارات الأسهم كالعدد الكلي للخيارات التي يمكن تقديمها ضمن إطار الخطة على سيل الثال، أي أن حملة الأسهم لم يكن بمقدورهم وهض أو تأييد وزمة أجوز ممينة مقدمة لدير بعينه.

لا شبك بها أن حملة الأسهم كانوا قادرين على رفض خطة خيارات مدينة الندير عن احتجاجهم على التعويضات غير الفاسية القدمة العدير العام، لكن لم يكن بمدورهم البيته الاعتساد على هن الرفض ذاك به سميم إلى تحسين أحوالهم، عندما يكون تصدين الموالهم، عندما يكون تصدين الموالهم، عندما يكون تصدين الموالهم، عندما يكون تصدين الموالهم، غذا المشركة، فإن المسهمة معارضة السيمين لقال الديس به النشركة، فإن قد الخطة من شأتها أن تقود بالفعل إلى إيقاع الشركة بها أزمة إدارية. إلى نقت الله ذلك فإن فشل المجلس أن يتحول بساطة من شأكا أفن تحود بالفعل إلى ايقاع الشركة بالنسبة لحملة إلى من تنبيات أخرى مشابهة ألهم، يدكن للمجلس أن يتحول بساطة من خيارات الأسهم إلى ترتبهات أخرى مشابهة ألها الكلهات التحقيق نضمن للمديرين الحصول مستقبلاً على أجوز نقدية تستند إلى سيرائهم الشخصية لقيمة أسهم الشركة، وربما بلجأ المجلس إلى بدائل الكرسوء أويموض على الديرين تعويضات مستقلة علما الكافات النشرية على الديرين تعويضات مستقلة تماماً عن حقوق المكهة، من شاكلة خطط الكافات النشرية الاستشائبة المنسفة مثلاً وهذا القوم من خطبط التعويضات، كما سوف نوضع بها الفصل 10 من الكافات النشرية.

وفضيلاً عن ذلك، ويق الحالات التي تكون فيها موافقة حملية الأسهم مطلوبة في القام الأول من أجل تمكين الشركة من الاستفادة من إمكانية الالتملاع الضريبي. فإن حملة الأسهم سيمسن دون كمن يتممد إبلااء نفسه بنفسه إذا ما بالعروا إلى وفض خطة الضيارات المنية. فقدرة مجلس الإدارة على إفرار خطف الخيارات فن تتأثر بقدها الحالة بنتجة النصويت. وكل منا هنالك أن السهمين سهكونون قند فوتوا على شركتهم بيساطة فوصة الاستفادة من الخصيم الضريبية، وبالفعل فإن البود الدعائية التي دأيت الشركات على توزيعها ضمن إخلاصهم الضريبية، وبالفعل فإن البود الدعائية التي دأيت الشركات على توزيعها ضمن أيضار حملات التصويت في مثل تلك الحالات فد عليت عموماً بلغت انتباء حملة الأمهم إلى أن مجلس الإدارة قد يعضي قدماً في اعتماد خطط الخيارات المتنازع عليها دون موافقتهم بعد ورد عاملة على أن مجلس الإدارة كان جاداً في تويضه بإقرار خطط الخيارات دون بصدورة عاملة على أن مجلس الإدارة كان جاداً في تويضه بإقرار خطط الخيارات دون عوافقة المسهمين شرطاً منزماً بالنسبة لمطلم خططة الخيارات وين موافقة السهمين، عقير أن المهمين سوف يظبل لديهم على كل حال منا يشفلهم من المساوية غير القائمة على خيارات الأسهم التي قد تحمل حملة الأسهم خسائل التوييف أبي التكلفة النهائية بعد احتساب الضريب أو إلى التكاليف الكيرولا سياب إذا منا نظرنا إلى التكليف المسابقة أو إلى التكاليف الكيرون عالى تدريب على المنازية أو إلى التكليف الكيرون عالى تدريب على التكليف الإسباطة التي تدريب على تقديم حوافق بدياة التي التركيف الديهم خيال المتروب أو إلى التكليف الإسباطة التي تدريب على تقديم حوافق بدياة التي التكليف التي تدريب على تقديم حوافق بدياة التي التي تدريب على تقديم حوافق بدياة التي تدريب على تقديم حوافق بدياة التيانية التي تدريب على تقديم حوافق بدياة التيانية التي تدريب على تقديم حوافق بدياة التيانية التيان تدريب على تقديم حوافق بديان

ومن القيد أن للحظ منا أيضاً أن معليات التصويت الحالية بهّ الشركات المسهدة العامة تخبّ بين طباتها العديد من عوامل الانصياز التي ترجع جمهمها كفة المشروعات التي تعظى بدعم الجهاز التنفيذي بهٔ الشركة، فيالنشر إلى مسوية تنظيم أي مبادرة على نعو جماعي يمكن الجزم بأن من غير المجدي بالنسبة لأي من حملة الأسهم أن يفكر بلا بدل قدر كبير مـن الجهد والمال به إدارة حملة ضد خطة النهارات التي يفترحها المبلس. وخلاطاً لذلك فإن الشركة تنطي بالقابل مختلف أشكال التكاليف التي تترتب على حملة اجتذاب الأصوات

وفضاً لا عن ذلك فقد كان بإمكان الدورين التنهذيهين بق جميع الأحوال الاعتماد على أصوات أخسري الأحوال الاعتماد على أصواتهم بدقت كثيرة تنتمد ما أصد أخسري لم تقصد وما يصرف بخطة تقليبك الأسهم للماملين، والوطف الشي تمينه إدارة التبركة فيها على تلك الأسهم، والذي يملك صلاحها التصويت عن تلك الأسهم، من المتوقع أن يميل يوجه عام إلى التصويت في تلك الأسهم، من المتوقع أن يميل يوجه عام إلى

بات اليوم معروفاً على نطاق واسع. فإن أصوات بعض المستعرين الؤسسانيين كانت بعورها منصارة يوضوح لصالح الجهاز التقفيذي أ¹¹. هالكثير من الؤسسات الاستثمارية. بما فيها مؤسسات التأسين والصناديق التعاونية والصارف وغيرها، كانت مرتبطة بصفقات عمل. أو تأمل بالدخول في صفقات عمل مع الشركة. كأن تتولى إدارة الحسابات التقاعدية للعاملين في الشركة على سيل الثال. ومن هنا فإن تلك المؤسسات كانت لديها مصلحة واضحة في المغاط على علاقات علية مع الجهاز التقفيذي في الشركة. وبالفعل فإن الأرقام تؤكد وجود تناسب واضع بين متانة علاقات العمل التي تربط الشركة بلاؤسسات الاستثمارية الحاملة الأسهمها من جهة. وحجم تعويضات الدير العام للشركة من جهة ثانية أ¹².

بالنظر إلى أن كلاً من المؤسسات المالية الاستثمارية تدرك تماماً أن أصواتها فن يكون الهنا على الأرجع ذلك الدور الحاسم في تحديث تتبعة التصويت. وأن المكاسب النوخاة من التصويت لصالح التنويضات المجدية والفاعلة سوف تتوزع على جميع المؤسسات الاستثمارية المصابحة المؤسسات الاستثمارية المصابحة المؤسسات الاستثمارية المنابعة الأولى الإلا التزر الهسير منها. نجد أن من الطبيعي المنابعة المؤسسات المالية الاستثمارية قرارها بشأن التصويت في المثام الأولى على أساس مصالحها المفاهدة الاستثمارية قرارها بشأن التصويت في المثام الأولى على أساس المشكلة باهتمام كبير من قبل الأوساف المثنية في سهاق الدماج شركتي إنش بيء وكومباك في المالية في المالية المؤسسات المؤسسات المؤسسات الديرين كها فد وطف ما في جديثه من الأصوات في دعم ومحاياة الجهاز التنفيذي وذلك حرصاً منه على مكانيها المالية في قبل الجهاز التنفيذي وذلك حرصاً منه على مكانيها المؤسسات المؤسسات التي يفتر حها المجاز المنابعة في قبل الجهاز التنفيذي، والتصويت ضد خطف التوييضات الذيرين كها المساتهون، فإن من غير المؤول إلا فوائد محدودة لمملة الأسهم بمن فيهم المستويت ضد خطف التوييضات التي يفتر حها المساتهون، فإن من غير المؤوف أن تعمد إحدى المؤسسات الاستثمارية إلى التصويت ضد خطف التحويضات التي يقدر حال المؤسات التي يقدر حها المؤسلات الأسهات التي يقدر خطف بدعم المؤسلات المؤسلات الاشترائية المشركة الأساب الاشركة.

لغايبة العبام 2003. كان بإمكان الديريين الاعتمياء أيضياً على تأييد وسطياء البيوق غشروعاتهيم بلاً عملهات التصويت على نوع معين من خطط الاقهارات – وتحديداً الاخطط النبي لانتضمين أنكثر مين 5 بالثلاث من أسهيم الاشركة العقروحة للتداول بلا السوق¹⁴. كانت قوانين أسواق الأوراق المالية تبعيز للوسطاء (السماسرة) النصويت عن أسهم زيانتهم فهما يخصص ذلك القوم من خطط الخيارات وغيرها من المقترحات «الروغينية» المقدمة من قبل المجاز التنفيذي شريطة ألا يتعارض تصويت الوسيط مع توجيهات الزيائن إلى كان هؤلاء قد المجاز التنفيذي أن الوسطاء قد استأثروا عادة أعسوات 10 - 15 بالمشاء من الأسهم المتواوتة ، وأن أصواتهم قد ذهبت على نعو كلي تقريباً إلى مسائدة مشروعات الجهاز التنفيذي ألى أوقد خلص باحثان عنها بدراسة مسائلة تصويت إلى مسائدة مشروعات الجهاز التنفيذي ألى أوقد خلص باحثان عنها بدراسة مسائلة تصويت الوسطاء ألى المسائلة مسائلة مسائلة من الأسهم ألى إلى المسائلة المؤولة على تقريباً المؤولة الأوراق والأسوال المائية إلى إلى سي تغييرات في القواعد الثانلية لمسألة تصويت الوسطاء فيليا ألى المسائلة المسألة المؤولة الأوراق والأسوال المائية إلى إلى سي تغييرات في القواعد الثانلية المسألة المؤولة المؤولة المؤولة والأسوال المائلة إلى إلى سي تغييرات في المؤولة المألية المؤولة المؤولة بالمؤولة المؤولة بالمؤولة المؤولة المؤول

وية تناغم تمام مع ما تقدم من تعليل نجد أن خطط الخيارات التي بشقت ية المصول على موافقة حملية الأنبهم لا تتجاوز ا بائلة من مجمل خطيط الخيارات التي طرحت على موافقة حملية الأسهم على المتصويت عبد الأسهم على المتصويت عبد الأسهم على خطيط النجازات لم يغرض على ترتبيات التعييضات إلا شبكلاً منعيفاً من أشكال التهييد، وعلى الرغم من الشروط الجديدة سالمنصوصي عليها في التعديلات التي اعتبدتها أسواق الأوراق المالية أخيراً من شأتها أن تسرز ذلك التقييد إلى حد ما، شيان تصويت المسهمين حسوف يبقى على الأرجع أضعف كلهراً من أن يقوى على الوقوف في وجه ظواهر الانصواف

التصويت على قرارات التوصية

بالإضافة إلى حقهم في التصويت على بعض خطط الخيارات يتمتع حطة الأسهم أبيضاً بحق إطلاق المبادرات لصهاغة قرارات «التوصية» بشأن مختلف القضايا التي تمس مصلصة الشركة وطرحها التصويت علهها من قبل عموم السهمين. (وطاق على هذه القرارات اسم قرارات «التومية» لأنها ليست ملزمة لجش الإدارة حتى لـو حطيت بتأليد غالبية أسوات حملة الأسهم) وقد تركز قسم كابير من تلك القرارات حول مسألة تعويضات الديرين، تبين دراسة قامت بها شركة غيورغسن شير هولسو الفتصة بتنظيم هملات اجتذاب الأصوات يلا المتافسات الانتخابية وعطيسات التصويت أن 40 بالثلة من أصل 427 فراراً من قرارات التوصية المتعلقة بعوكمة الشركات. التي انبقت جميعها عن مبادرات حملة الأسهم وطرحت للتصويت يلا العام 2003. قد عقيت بمعالجة مسائل متعلقة بالتدويضات؟

حتى مدة لبست بالبعدة كان معظم فرارات التوصية التماقة بتعوضات الديرين من صفع بعض النشطاء الاجتماعيين أو التقايين، وقد دعا جزء كيمير من تلك القرارات إلى اتخاذ تدايير حدية عنيفة من شاكلة تحديد سقوف متغفضة لأجور الديرين، أو إلغاء العمل بخيارات الأسهم، وبالنظر إلى أن ذلك النوع من التدايير الحدية لم بلق أي استحسان لدى المستمريس المؤسساتين، فإن من غير الستعرب أن قرارات النوسية المنطقة بتعويضات المديريس لم تصف عموماً إلا بقدر قابل من الادعم 20. غير أن السنوات الأخيرة فقر شهدت أعداداً منز ابدة من شرارات النوسية التي تطالب بنغيرات تلائم توجهسات المستدين المؤسساتين، كافستراح احتساب خيارات الأسهم إلا الوازنة على سبيل الثال، وقد حطيت

لقد نجعت قرارات حملة الأسهم التطقة بتعويضات الديريين، حتى بها الحالات الني فضائح المنالات التي فضائح الجندات فيها الحالات التي فضائح الجندات فيها به الجندات على مجالس الإدارة عبر توجيه أنظار المسهمين والأوساط المنتبة إلى مواقع الخال بإ مسألة أجور الديرين، ولا شك بها أن توصيات حملة الأشهم الك تسهم على نحو جدي بها تعزيز أثر «دافع تجنب السخطة الذي من شأنه أن يحمد من طواضر الابتداد عن ترتيبات التمويضات الجدية النسجمة مح مبدأ التعاقد على مطال الذراع، والترارات التي حظيت بتأييد النائبية العظمى من حملة الأسهم كانت بطبيعة الحال الذراع، والترارات التي حظيت بتأييد النائبية العظمى من حملة الأسهم كانت

غير أن التصويت على مثل نلك القرارات، وكذلك أيضاً على خطفة الغيارات، لا يمكن أن يضلك عائضاً حقيقياً يمنع مجالس الإدارة من الانعراف بعيداً على منطق العافد على مطال الدنواع، والشكلة الأساسية تكسن في أن تلك القرارات في بتطبيع أن تفوض إلا تقييد أطفية أفضط على صلاحيات الجلس طالما أنها تحيل صفية التوصيات غير اللازمة. وبلا المقيشة ضان مجانس الإدارة لا تميل على المسوم إلى الأخذ يقدر ارات التوصية حتى لو حظيت بتأليد غالبية حملة الأسهم 22. وصن المؤكد أن توصيات حملية الأسهم لن تقلع به تشكيل تقييد فعلي لمرية المجلس إلا إذا أعطى حملة الأسهم صلاحية تبني القرارات المؤسف الأمجلس الأسر الذي يجسد واحداً من الإصلاحات الصرورية التي ندعو إليها يؤ الفصل 16 من هذا الكتاب.



4) حدود قوی السوق

القوى والمواطع الحاضرة بطبيعة الحال \$ الأسواق المالية لمقع بالمديرين إلى التصرف على نحو يحدم مصالح حملة الأسهم.

القاضي (والأستلا السابق & كلية الحلوق & جامعة عيكاش) فرانك إيستريروك 1964

رأينا فيما تقدم أن مجالس الإدارة لم تكن تساوم الديرين على مطال دراعها، وأن حدلة الأسهم يفتقرون إلى السلطة اللازمة لدفع مجالس الإدارة إلى تبني الترتيبات القائمة على مطال السراع، وسنبحث الأن فهسا إذا كان بهتدور فوى السوق أن تعارس على الشركات الضخط السلازم الإرغامها على التراويات القائمة على الشركات المساقم الله المراوة والواقع أن واحدة من الدارس الفكريية المهمة تصر على التمسك بالفروشية التي تقول إن قوى السوق -سوق الكوادر الإدارية، وبورسة حكم على التمسك بالفروشية التي تقول إن قوى السوق -سوق الكوادر الإدارية، وبورسة حكم مصالح الديرين ومصالح حملة الأسهم، يقترن رزية مدرسة شهكا قوه هذه بأعمال أسائذة كبارخ القانون مثل فرائك إيستريرون و دانييل فيشل، وخبراء كبارخ الاقتصاد الماني مثل بوجبين هاما أ. إنتنا نشق مع هذه الروية في أن قوى السوق من شأنها أن تشرض قهوداً معينة على تعويضات الديرين، لكننا نستقد أن تلك القهود بعيدة كل البعد عن الدرجة الطلوبة من الشدد والحزم الكهرة عن الدرجة الطلوبة من الشدد والحزم الكهرة عن الدرجة الطلوبة من الشعدة عن مطال الذراع.

لية عسل ساسق كان أحد موافي الكتاب قد بين أن قوى السوق قادرة بالفعل على تصويب الأخطاء الإداريـة فهما يخص بعضاً سن قرارات الجهاز التنفيذي، ولكـن ليس جميع تلك <u>90</u>_______ أم يوزأوا. ___

الفسرارات. وعلى وجه الخصوص فإن أقيات السوق لا تقوى على مقع الديوين من استفلال القرص المتفلال القرص التنفلال التركية - أعمال تقدم القرب فواضعة، قوارد الشركية - أعمال تقدم للمديريين فواشد لا تقل في منافذات التي يتفاق الله المنافذة التي يجنيها المدير من أعمال إعادة النوزيع تقوق على حالات كلك بومن المشورة الشيء به من تراجع بلا الفائدة الشيء به من تراجع بلا فيسة أسهم الاشركة . يجسد انتزاع التعويضات الرئقسة مثلاً أولياً من أمثلة عمليات إعادة التوزيع المنافذة المياب بباشرة وقد الموزيع القطيعة . تشمة الكاسب التي يحصل عليها المدير هذا بأنها مكاسب مباشرة وقد تبلغ حداً كبيراً من افضحامة. ومن هنا فإن ترتيسات التمويضات التي تنطوي على محاياة واضحة للديرين تجسد خلك الفوع من الأخطاء الذي يصعب على فوى السوق تصوييه. على أجور المديرين تعرض فيوداً ممارمة على أجور المديرين.

سوق عمل المديرين

يتأثير سلبوك الوظفين عادة -كيبار الديرين مم يق نهاية الأمر أيضياً موطفون- يسوق العمل وأداء الوطفين الجهد قد يكافأ بالترقية ضمن صفوف الشركة أو يمرض أكثر جاذبية للإنشاق بشركة أغرى، أما الأداء السيق هند يقود إلى الإقالة.

ولكن بلا سالة الدير العام طإن الترقية الدخلية ضمن حدود الشركة التي يترأسها أمر غير ممكن. هناك دوساً فرصة للعصول على ترقية خارجية "عبر العصسول على موقع الرئاسة بلا شركة أضخم أو أكثر شهرة- غير أن الاولقع يؤكد أن منصب للدير العام غالباً منا يتم شفله من داخل صفوف الكوادر العاملة بلا الشركة". والفاليية العظمي من للديرين العامن لا يتبوؤون منصب الدير العام عبر سيرتهم القيلية إلا بلا شركة واحدة فقطاً".

ويلا جميع الأحدوال فإن احتسال الترفية الخارجية يتشفق بالستوى الكليي لأداء الدير السام وليس برزمة الأجوز التي يحصل عليها. وإمكانية الحصول على عقد أفضل بلا شركة أخسرى من غير التوقع أن تمضع لكدير المام من السمي إلى انتزاع أجسور أكثر ارتشاعاً وأقل حساسية لسلاداء، على الأقل طلشا أن رزمة الأجوز لا تتجاوز بوضسوح هامش ما هو مألوف ومقيول. وبالفعل فإن الأجور الابتدائية التي يعصل عليها الديرون لدى انتقالهم إلى شركة جديدة تبدي ترابطاً فهاً مع فهمة الخيارات غير المنتصفة والأسهم القيدة التي يطأفونها ورامضم⁵ وأفاق الوسول إلى مناصب أكثر أهمهة في شركات أخرى. إن كان لها أن تؤثر في خوافع الديرين للاستثنار بترتيبات أجور سفية تعلوي على قدر كبير من المعاباة، فهي بلا شك تقوي تلك الدوافع أكثر مما تضمفها.

كذلك فإن الخوف من الإقالة لا يقوى على الحد من سعي الديرين العامين إلى الاستثثار بترتيسات أجور تحمل أكبر شدر ممكن من المعاباة. هوادت إقالـة الديرين العامين نادرة جسداً، وخطب الإقالة يتوقف بالدرجة الأولى على المستوى العام لأداء الشركـة ولهس على طبيعة رزمة الأجور التي يسمى للدير إلى الحصول عليها.

وأخيراً فإن هناك عاملاً أخر من العوامل الههد على صعيد سوق العمل. يعتد بأنه فادر على أن يقتى القديرين عن القيام بأي عسل من شأنه أن يسبب هبوطاً إلا قهدة رأس المال المسهم، وهذا العامل همو تعويضات الدير بعد ذاتها. فأي انخفاض بلا فهم قرأس المال المسهم يعني بطبيعة الحال انخفاضاً بلا فهمة الأسهم والخيارات القدمة للمدير كجزء من تعويضاته. لا شك أن التدويضات القائمة على حقوق الملكية قد تقتى الديرين فعلاً عن الشاء بعض الخطوات التي تحمل لهم مكاسب شخصية صفيرة بالقارنة مع ما تحمله من خسائر المشركة. غير أن الكاسب المباشرة التي يجنهها المديدون من زيادة أجوزهم قد تكون أكبر كليراً من الخسائر التي قد تترب على انخفاض فهمة ما يعلكونه من الأسهم والخهارات.

شبن المراسات أن الأسهم والخيارات التي يملكها الدير العام وسطياً نقود إلى زياد ذكرود هذا الأخير ينسبة تقارب الواحد بالملة من أي زيادة نطراً على القيمة السوقية لأسهم مقوق ملكية الشركة ⁴. لتأخذ مثلاً مديراً عاماً في شركية متوسطة يفكر في أمر الطالبة يتمويض إحسابية يقدم له 10 ملايين \$ ويكلف الشركة بالقابل. نظراً أحسبت السوافز المتضمة في الترتيب الناطم لذلك التمويض، هيوطاً في قيمة رأس المال المسهم بمقدار 100 ملهون 5. إن ترتيب التمويض الإضابة سوف يقدم للمدير والحالة هذه 10 ملايين؟ إضافها منابل خفص فيسة ما يملكه المدير من الأسهم والخهارات بمقدار العلون 5. إن إنه يضم بين يدى الدير ____ أم يودنوا. ____

ربعاً صافياً مقداره 9 ملايين 5. وكما يتضع من هذا الثال فإن رصيد الديرين من الأسهم والخيارات ليس كانهاً للتي هؤلاء عن السمي دوماً وراه الترتيبات التي تقدم تدويضات أكثر ارتماعاً وأهى جدوى - نظراً لضعف الرابط بين الأجر والأداء.

بورمية حكم الشركات

كثيراً منا يجري تصوير بورصة حكم الشركات على أنها ثمثل أأيث مهمة للتقريب بين مصافح الديرين ومصالاح حملة الأسهم ⁷. نظرياً يمكن القول إن الشركة التي يماني سمر أسهمها بعض الهبوط تصميح بطبيعة الحال أكثر عرضة لمعاولات الاستيلاء العموانية التي فقد تقود إلى تغيير الدير العام وطاقم مجلس الإدارة بأكمله. أو قد يتعرض أصحاب الناسب بدلاً من ذلك لخمار الاستيلاء العموانية أن التصديب التناسب بدلاً من ذلك لخمار الاستيلاء العموانية أن التحديث الانتخابية. والخوف من الاستيلاء العموانية أو الاتحديث الانتخابية. كما يتول أصحاب للك المجلة، لا بد أن يضطر الديرون وأعضاء

غير أن الخوف من تمديهات المسراع على مقالهد الشركة لم يكن بوساً مرجعاً لشي الديرين عن السمي إلى الحصول على تعويضات أكثر ارتفاعاً، وذلك لأن القوائين وترتبيات التماقد قد حرصت دوماً على تزويد أصحاب القاصب بقدر كبير من الحصائة ضد أخطار الإفاقة أو الاستبدال. وكما ذكرنا سابقاً فإن التمديات الخارجية عبر القاهسات الانتفاهة نادرة إلى أبعد العدود. أما معاولات الشراء العدوائية فقد كانت أكثر هضوراً، بعد أنها قد واجهت على الدوام دفاعات مضادة بالفة القوة.

وقد تجددت وسيلة الدضاع الأكثر أمدية وفاعليه في البنية الدراطيبة لبعلس الإدارة. النبي تمثل بعد ذاتها ترتيباً كلهالاً بعنع الشباري الدخيل من فرض سيطرته على نمو قعلي فيل مضي عام على الأقل على عملية الشراء. وتبماً لدراسة قدام بها جون كوتس و غومان سيو امانين بالتماون منع واحد من مواني الكتاب فإن البنيسة المراحلية نمثل البنية المتعدة لمجانس الإدارة بها فتاليه النسر كات السهمة العامة. ومجانس الإدارة ذات البنية المراحلية تمكن المديرين أصحاب المناصب في الكير من الحالات من إفضال مصاولات الشراء الخارجية، ألني تحطى عادة باستصدان حملة الأسهم⁶، فيمن الدواسة أن نسبة الشراعة النبي تلقت عروض استهلاء عدوانهة أقساه النصف الثاني من تسمينهات القرن الفائد لا نتجساوز ا بالملث فقط من عموم الشروكات المسهمة العاصة، وفقد لاّ عن ذلك فإن معظم الشروكات التي تلقت عروض استهلاء عدوانهة قد تمكنت من المضاط على استقلالها، أو قبلت يلا نهاية الطاف واحداً من عروض الضم الصديقة البديلة، وقد كان على الشاري المسادي، إذا صا أراد النقلب على المقاومة الشرسة التي يديرها أصحاب المناصب، أن يقدم عسلاوة وسطية بعندار 40 بالمئة، وهكذا فإن بورصة حكم الشركات قد ضمئت للمديرين في حقيقة الأمر قدراً كبيراً من السيادة.

وهنسأنُ عن ذلك فإن أصحاب الفاصب القالين بلا عملية الاستهلاء العدواني الناجعة. الشي تمثل وافقة نادرة الحدوث، لا يفادرون الشركة بأيد خاوية. ضعفية الاستهلاء الفاجعة. كما سوف نوضح بلا الفصل 7. كثيراً ما تعني هيوملاً ذهبياً سنفياً وأمناً ومكاسب أخرى عديدة لديرسن الشركة الفادرين⁹. وقد أسهم ذلك الهيوط اللطيف، والذي يصرف باسم «الطلة الذهبية». بدورة أيضاً بلا إضعاف قوة الضبط والتأويب المتوخاة من مصاولات الاستهاد.

وفضاً عن ذلك، وحتى إذا سلعقا بأن عمليات الاستهلاء تشيل استمالاً واقعهاً وبلعظ التكاسف، قبان المكاسب التي يجنبها الديس العام من ترتيبات الأجبور السابهة من شأنها أن تتجاوز بسهولية أي تكاليف قد تترتب على زيادة اجتمال تحديبات الصراع على مقاليد الشركة الناجمة عن ظله التربيبات. لننظر مثلاً في معاونة يطمع عبرها الديرون في شركة الشاجة عن ظله التربيبات. لننظر مثلاً في معاونة يطمع عبرها الديرون في شركة تبني ترويها 10 مليدارات والسبة بمقدار 100 مليون ؟. فروة الشركة التاليف بمقدار 100 مليون ؟. ثروة الشركة مشداره 250 مليون \$. من الواضع في هذا الثال أن القائدة المباشرة التي يطمح وخلاها الديون من زيادة إجمالي تفهيدار 100 مليون كاستكون طائدة كهيرة جداً. ويقالاها المديون من زيادة إجمالي تعديرة جداً . وقالاها الديون من زيادة إجمالي تعديرة جداً . وقالاواضح فقد كشفت دراسة قبام بها أنب أخلارا و دالف ووكاخ انقالواب عمن أن الشركات لتي يحصل مديروسا على أجور مقرطة المقارات المنظرورة أكثر عوضة المقارات المنظرة .

من الؤكد أن يورصة حكم الشركات من شأنها أن تفرض نوعاً من التناليف على الديرين إذا ما الفتضع أمر رزم أجورهم على أنها شارة جداً بمصالح حملة الأسهم. فقد الديرين إذا ما الفتضع أمر رزم أجورهم على أنها شارة جداً بمصالح حملة الأسهم. فقد نقطة مدينة قد يبلغ حملة الأسهم. فقد التأسيد بعض التنافيذ بعين الفتار بعين الفتر على مقاليد إدارة الشركة. وبلا الواقع، وكما سوف تقافش يلا القصل 6. ولم الموف تقافش القصل على المدينة الديرين المامين في الشركات الأقل منعة في وجه معاولات الاستيلاء التي يعصلون على رزم تدويضات أصغر وأكثر حساسية للأداء بالقافرة مع رزم التدويضات الذيرين. غير أن النقطة الأهم هي أن يورصة حكم الاستيلاء قد الشركات بالذيرين. غير أن النقطة الأهم هي أن يورصة حكم الاستيلاء الديرين. غير أن النقطة الأهم هي أن يورصة حكم الشركات إلا تتنافر التنافذ الأهم هي أن يورصة حكم الشركات بالديرين. غير أن النقطة الأهم هي أن يورصة حكم وفي نسم بكل يساطة بالانحراف يعيداً عن منطق التفاقد على مطال الذراء.

بورمية رأس المال الإضلية

هناك منبع أخر من منابع الالتزام يتجسد بلا حقيقة أن الشركة قد تحناج يوما إلى خلق رأس مال إضافية عن طريق بورصة حقوق اللكهاة: إذ إن التبصرية احتمال لجود الشركة يوماً إلى بيع أسهم إضافية للمعوم من شأته أن يدفع بمجالس الإدارة والديرين التنفيذين إلى اعتماد سهاسة ضبط النفس ونيني ترقيبات أجور لا تبتعد كثيراً عن ظك التي فتوخاها من التماقد على مطال الدراج، غير أن الواقع يقدول إن الشركات لا تلجأ إلى بورصة حقوق اللكهة لتأخذ ورض مال إضافية إلا نادراً جدة خالصدو الرئيس تراس المائل في الشركات المسهمة العامة يتجدد في الإيرادات العنجزة، ويلا الرتبة الثانية تأتي الاستدانة، أما حقوق اللكة فتأتر ذلاناً وضاوق كم عن الصدون السابقين !!

وحتى إذا اسلمنا جدلاً بوجود حالات تكون فيها بور منه حقوق اللكهة وسيلة التمويل الوحيدة المكاسة. شإن غياب التماقد على مطال النزاع ضيا يخسس تعويضات الديرين لن يعداً من قدرة الشركة على ولوج بورصة اللكهة والإفادة منها كوسيلة لخلق وأس المال. إن تعويضات الديريسن الفرطة لا كلفي حقوق اللكهة كوسيلة للتمويل. وإنما ترفع فقط نكافة استخدامها: ترتيبات التعويضات غير الجدية تؤثر ساباً بلا قيمة وأس مال الشركة. وتفضى بذلك الثمن البذي بدهمه الستقسرون لقاء الأسهم الجديدة التي تطرحهها الشركة ية البورصة. وعكذا فإن الشركة سوف تضملر إلى إصدار مزيد من الأسهم لتأمين رأس المال الإضابة الطاوب. لكفها أن تخسر هرصة الإمادة من بورصة الملكية كوسيلة للحصول على تمويل إضابة!

لا شبك ية أن إصدار أسهم جديدة بسعر متفقض سوف يضبر بقيمة ممتكات جميع
حملية الأسهيم الحاليين بمن فيهم المديرون أنقيمهم. لكن المديرين، كسا ذكرنا سابقاً، لا
يمكنون إلا جيزه أصفيراً من أسهيم الشركة، وهم يذلبك لن يتحملوا إلا قدراً سفيراً من
الخساشر المترقبة على انفقاض فيمة الأسهيم الأسلية، وعلى الغالب فإن الفسارة التي قد
يتحكها المديرون في حالة كهذه ستقل أسفير جداً من أن تمثل وادعياً حقيقها قادراً على
تتبهم عن السعي وداء المكاسب المباشرة التي تضمقها لهم ترقيهات التعويضات المطلية
18-

سوق التنجات

معوضا نبعث أخبيراً فهما إذا كان التنافس بلا سوق بيع الفتجات بفرضي بالفعل هووة حقيقية على تعويضات الديرين، هالأجور الفرطة وكذلك أيضناً مظاهر الترافي الإداري مـن شأتها، بعسب زعم أصحاب هذه الحجت. أن تضيف من القدرة التفاصية للشركة بلا صوق هاقمة على التفاض بين طيوف الفتجات. ومظاهر عدم الكفاية تلك من شأتها أن تقود إلى تطبعي الأرباح، وانكماش حجم الأعمال، وقد تقهي إلى المجز والفشل¹³.

وية المعقبات فنبان عملية إعادة توزيع الثروات التي تتجسب ية تمويل أرباح الشركة من أرسدة حملة الأسهم إلى جيوب الديرين قد لا يكون لها أي تأثير واضح بنة المعالهات السوولة عن خلق قلك الأرباح إلى جيوب الديرين قد لا يغير شيئاً في نكلمة الإنتاج أو بلا جيوب الديرين قد لا يغير شيئاً في نكلمة الإنتاج أو بلا جيوب الديرين قد لا يغير شيئاً في نكلمة الإنتاج صبوق المنتجبات إلى جيوب الديرين فستطبع فصلاً أن تؤثر سلهاً بلا عاملية أداد الشركة بقدره التأسيب لتلك التربين فستطبع فصلاً أن تؤثر سلهاً بلا عاملية أداد الشركة بقدر ما يتسني لتلك الترتيبات أن تموض قرارات الديريس بلا قضايا العمل عن مصارها المسجح . غير أن أسواق المنتجبات بدورها لا يمكن عشما بلا الأموال العادية أسواقاً تناسبة على نمو نام: إن الشركات الكبيرة غالهاً ما تطرح منتجاتها بلا أسواق يقنب عليها طابع المناطنة الاحتكارية الفردية أو شبه الغروية أ. وما تتمنع به تلك الشركات من طافات

تفاضية بمطها فادرة على تحقيق أرباح كبيرة تعطيها بدورها مزيداً من الرونة التنافسية. وهكذا، وبلا مثل تلك الأسواق فإن من غير الفوقع أن تشكل ترتيبات أجور الديرين، مهما بلنت من الانحياز، عهديداً حقيقياً لقدرات الشركة التقافسية أو لقدرتها على تثبيت أفدامها يلا السوق.

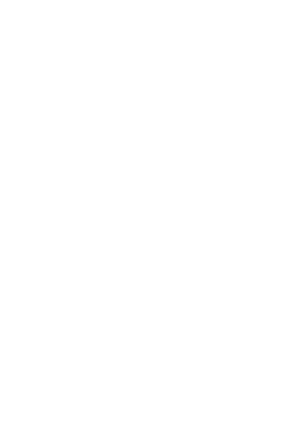
حتى لو فرضنا جدلاً بأن ترتيبات الأجور التمازة قد تحدث شرراً بالفأجة اداد الشركة. فيان منا يتجم عن ذلك من ازديباد به احتمال النشل ان يقوى بها أي حمال من الأحوال على تشي الديرين عن السمي إلى الفوز بتلك الترثيبات. فالفائدة الباشرة التي يجنيها الديرون من ارتفاع تعويضاتهم كهيد ومضمونة. أما أثر التعويضات الفرطة بها زيادة احتمال المجز والفشل فهو عادة صفير ومعدود. وفضلاً عن ذلك فإن ما يتفاضله الديرون الفادون -بمن فهم أولئك الذين كان أداوهم بادي التعاسة- ضمن رزمة مع السلامة الذهبية. يؤمن فهم

لفقترضى أن الديم العام ية أحد البشوك يتمم يرزمة تمويضات مفرطة وغير مجدية من حيث إنها تخلق ادبه دوافع فلايفاء على بعض العاملات المالية غير الربحة، لا شك أن عواشد حقوق الكلية سوف تتراجع وفهية رأس السال السهم سوف تتأثر ساياً، لكن من غير المتوقع أن يصل الأمر بالبتك إلى حد المبتز والإفلاس، وحتى إذا بانع الوضع حداً بعيداً من المنطورة، ويات البنك مضطراً إلى البحث عمن يشتريه، فإن عملية الشراء قد لا تتم إلا بعد انقضاء ولاية الدير العام وانتقاله إلى التفاعد، وإذا ما حدث أن أبر مت عملية الشراء قبل خيضى النظر كلها عن أدائه الضعيف الدني أنصق الضرر بالبنك - وذلك بفضل السهاسة - بغضى النظر كلها عن أدائه الضعيف الدني أنصق الضرر بالبنك - وذلك بفضل السهاسة الرائجة الذي تقضى بمكافأة القدير الغلاد عند إبرام صفقة الشراء.

المصلة الكلية لقوى السوق

إن من غير النرفع أن تقلح فوى السوق الخطفة، حتى مجتمعة، يؤ فرض فهود سارمة على تعويضات الديرين، ربما تعرض ذلك القوى نوعاً من القبود، وقد تثقي الديرين فمارًّ عنن النملسوف بإذا الايتماد عنن ترتبيات التماقد القائمية على ميداً مطال الـدرام، فكن ثلك القبوى للأمجملها تسمح بـكل بساطة بهامش ولمع للاقعراف على تعو كبير عن الترتبيات التي تعمل طابع مطال الذراع.

إن استقتاجتها أن قدوى السوق لا تعرض قيوة أحقيقية على تعويضهات الديرين يعطى بناييد الكلير من الدراسات التجريبية التي سوف نأتي إلى منافشة العديد منها في الفصل 6 من الكتاب. تفنى تلك الدراسات باسبتكشاف مدى تأثير الموامل المستقلة عن السوق - بما فيها سلطة المدير العام إزاء مجلس الإدارة، وحملة أسهم الشركة، والأطراف المرشعة لحيسازة الشركة - في أجدو ومكاسب الدير العام. تشهر الدلائل إلى أن نتك الموامل تلب موراً مهما في تحديد تعويضات الدير العام. وحقيقة أهمية ذلك الدور تعني فيما تعنية أن عوامل السوق لا تتمنع بالقود الكافية لإملاء وضع مدين أو ترتبيات معينة.



الجزء

الثانىء

السلطة والأجر



5) وجهة النظر القائمة على سلطة المديرين



الوضع الذي تسير الأمور في انجاهه ليس فيه من يمثل السهمين، وكأننا أمام مفاوضات عمل أحد طرفيها غير معتى بمجرياتها على الإطلاق مدير عام) حدى شركات فورشن 500، 2001

رأينيا فيميا تقدم من فصبول الكتباب أن نموذج التعاقد على مطال البذراع لا يقوى على تقديم تقسير مقدّم لتعويضات الديرين. لا بد اذاً من النظر أبضاً في الدور الذي تلعيه سلطة المديريس، تتعرُّف في هذا الفصل بعض الأفكار والقاهيم الرئيسة التي تقوم عليها وجهة النظر البديلة التي نشير إليها فيما يلي بوجهة نظر سلطة الديرين. أفكار ومفاهيم سرعان ما سنتضح أهميتها فيما يخص محاولة استكشاف وفهم نضاريس تعويضات الديرين.

سنوف نفظر قبل كل شيء علا طبيعة الملاقة بنين سلملة الديرين من جهة وما يحصلون عليمه من مكاسب مجانية من جهة أخرى، معروف أن الديرين يحاولون استقلال سلطاتهم كريضمنوا لأنفسهم مزيداً من الكاسب الجانبة - أي مكاسب إضافية خارج إطار الكاسب النب كانوا سيفوزون بها في مساومة على مطال الذراع: نظراً لأن الديرين وأعضاء مجالس الإدارة قبد يضطرون إلى تحمل عقوبيات السوق أو بعض المواقب الاجتماعية اذا ما تبنوا ترتيبات أجور فاضحية، يمكن القول إن عواقب والسخطة وقوى السبوق من شأنها أن تضع توصأ من الحدود لأشكال ودرجات الانحراف عين مقتضهات التعاقد على مطال الذراع. وتفاديأ للسخط وتبعاته المعتملة يسعى مهندسو التعويضات الي اخفاء وتستير حجم وشكل الأجهور التي تصوف للمديرين والباحها غطاء فانونياً - وبعيارة أخرى فانهم يعملون على «تمويسه» أجور الديرين. وبعد أن نفرغ من استعراض جوانب سيفاريو سلطة المديرين سوف مُختَدم هذا الفصل بمثاقشة بعض وجهات النظر البديلة، أي التي تقدم تقسيرات بديلة ____ أم يوزادا. ___

لطّاهــرة انعــر لف تمويضات الديرين عــن التعويضات التي يقضي بهــا التماقد على مطال. كذراع.

السلطة والكاسب الجانية

نسداً وجهة النظام التعليهة التي تركز على سلطة الديرين متوارسا، شأنها يقذ ذلك شأن سابقتها التي تفترض التماقد على مطال الذراع، من نفسس مشكلة التوكيل التجذرة يقاصلب العلاقية بين الديرين وحطة الأسهم، فهر أن سيفاريو سلطة الديرين لا يفظر إلى تعويضات الديرين من حيث البدأ على أنها مفتاح على مشكلة التوكيل تلك، بل إنه على المكس من ذلك تماساً يرى أن معقية تحديد الأجور شيئ يعدد ذاتها جانباً أساسهاً من جوانب المشكلة، وخلافاً لسيفاريو التماقد على مطال الذراع فإن سيفاريو سلطة الديرين لا يفترض أن مجلس الإدارة، لدى التفاوض بشأن ترتيبات أجور الديرين، يضع نصب عيقيه بية المقام الأول والأخير مصالح حدة الأسهم ولا شيء سواها.

ية تحليلنا على مدى الفصول السابقة تمكنا من تشغيص العديد من الدواعل التي تعطي المديرين التقهديين فدراً كبيراً من السلطة والنفوذ إزاء مجالس الإدارة. الأمر الذي يمعلي المديريين بحوره القدرة على إدارة أجورهم بأنشهم. ومن المتوقع أن يمعد المديرون بطبيعة الصال إلى توظيف سلطتهم ونفوذهم بلا معاولة القدوز بشويضات تقدم لهم مكاسب أكبر مـن طلك التي كانوا سيحصلون عليها بلا تعاقد هلتام على ميداً مطال الدراع. وبعبارة أخرى طان سلطة المديرين تمكنهم من استخلاص الكاسب المجانية.

يستغدم الاقتصاديون معوماً مصطلح الكاسب الجانية التعبير عن العوائد الإضافية التبير عن العوائد الإضافية التي تدخل إلى خزائن الشركات أو إلى جيوب الأفراد بحكم المزايا التعلقة بالموقع لا بالأداء.
بينصا نستضدم هذا المصطلح ذاته بالإنسارة إلى القيمة الإضافية التي يجنبها الميرون
خارج إطار استعقافاتهم التي كانوا سيعصلون عليها لية تعاقد على مطال الدراج مع مجلس
إلى اده يسمى إلى تعظيم فيمة رأس المال السهم من جهة ويملك ما يازم من الوقت والمعلومات
من جهة أخرى.

من الهيم أن نوضيح أن سلطية المديرين التي يركز عليها هتا تعتلف جدرهاً عن كل الشياد التهافية التوضيعة التي قد يتصبح بها المديرون عاقلها هذا القراح بغضل مطال الذراح بغضل فدراتهم وخصائصهم الشخصية. وعلى سبيل الثال فإن مديسراً ما قد يتمتع بقوة تقاوضية كبيرة في مواجهة معظلي الشركة لأنه قد أحضر مصه إلى طاؤلة اتفاوض جملة تقارضية كبيرة في مواجهة معظلي الشركة لأنه قد أحضر مصه إلى طاؤلة اتفاوض جملة تقلك المهارات القرارات الإدارية. إن القوة اتفاوضية انتي بستمدها هذا المدير من تقلك المهارات القريدة صوف تمكنه من الحصول على أجوز أعلى حتى لو كان للشركة مالك وحبد يدير النفاوض على تعويضات المدير أيضناً على مجلس إدارة لا يهمه التفاوضية من منا النوع المعالمية على مطال الأزراع. إلا حماية مساليح حملية الأسهم، وهكذا فإن امت الأك للدير فوة تفاوضية من هذا النوع وميلية إلى استنصار تقلك القيون على مطال الازراع. وخلاها لذلك فإن صا تركز عليه هنا هو الشيء منطق التهارون من سلطتهم على وخلاها لذلك فإن صا تركز عليه هنا هو الشودة التي يستمدها المديرون من سلطتهم على أعضاء مجالس الإدارة التي تمكنهم من الحصول على مكاسب تتباوز موضوح حدود ما أعضاء مجالس الإدارة التي تمكنهم من الحصول على مكاسب تتباوز موضوح حدود ما أعساده مهاري عليه به مفاوضات فائمة على مطال الذراع تبيا توضيهم التمارضي، والذي يستمدونه من مهاراتهم على المتارضي على مكاسب تتباوز موضوح حدود ما أعداد من مهاراتهم على الشركة.

والكاسب التي يستوني عليها الديرون بقوة السلطة قد تأخذ أشكالاً عديدة مطلقة.
لا شك أن الديريين، شأنهم بها ذلك شأن غالبية البشر، يفضلون عموماً امتلاك الزيد
من المال وليس المكس. ومكنا فإن علينا أن نفوضع منهم أنهم لن يتورعوا عن استخدام
سلطتهم ونقوذهم للحصول على أجور أعلى من ظك التي كانوا سيحصلون عليها بموجب
سلطتهم ونقوذهم للحصول على أجور أعلى من ظك التي كانوا سيحصلون عليها بموجب
تعاقد فاتم على مطال المدراح. فهر أن من الهم أن تستوضع أيضاً أن ترتيبات التعويضات
هد تحابي الديريين بطرائق أخرى، من أجل فعر مجن من التعويضات يفضل المدرون
بطبيعة الحال تقيمس حجم الخاطرة قدر الإمكان، وكذلك أيضاً خفض شدة ضغط الأداء
المرتبط بمسؤوليات نعظيم فهمة وأس المال السهم. يرغب الديرون عموماً بالتمتم بأكبر
شدر ممكن من الحرية في التكيف بضغط العمل كما يحلو لهم. وياشتايل فإن تقلهس حرية
المديريين في التراخي بمثل واحداً من الأهداف الأساسية لترتيبات الأجور المجدية؛ بمعنى
أن تلك الترتيبات تعمي إلى ردع الديرين عن تبني إسترانيجيات معينة، من قبيل التوسيع

<u>104</u>______ أم يوزندا. ___

الإمبر اطبوري الشركة ، من شأنها أن تخدم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم، إن الديرين، إذا ما وجعوا السيئل لتمريس مفعلماتهم، يرغيون عموماً بلا أن يحصلوا على كمكتهم، وأن يأكلوها أيضاً؛ إنهم يفضلون الحصسول على قدر ممن من التمويضات القدرية دون أن يضحوا بلا ذلك بعريتهم بلا التراغبي أو يلا التكيف بضفط العمل على حد تعبيرهم.

وبافتراض فيدة معينة التعويشات التوضة فإن الديرين يفضلون بطبيعة الحال أن تكون شك التعويضات استظلة قدر الإمكان عن الأداء. فكلما ازداد ارتباط التعويضات بأدائهم. ازداد حجسم المبازفة التي تتهدد مصالحهم. وازداد أيضاً حجم الجهد الذي يجب علهم بذله، واضطروا نباعاً أكثر فأكثر إلى التعلي عن الاستراتيجيات التي تضمن مصالحهم الشخصية كالتوسيم الإمير اطوري فلشركة على سبيل الثال.

لفنظر بنا النيارين الأنين لترتيبات الأجور. الخيار الأول يضمن للمدير العام المصول على خسة ملايين 5 بغض الفظر عن أداء الشركة. بنا النيار الثاني. الذي يمثل ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء. يعصل الدير العام على خسة ملايين 5 إذا تمكلت الشركة من تمقيل أمداف معينة من حيث الأداء. ولفشر من أن ترتيبات الأجور المرتبطة بالأداء سوف تنطب الدير إلى تحقيق الأمداف المللوبة (والمصول على خبسة الملابين 5) ولكن عبر اتخاذ خطوات معقوفة ببعض التكاليف الشخصية كتقليص حجم الشركة. أو النافي عن أحد فلشروصات المجيدة. أو إنخالة أحد للقرين بسيب التصير أو ضعف الأداء. وما إلى ذلك، بكار غم من أن كلا النيازين يسمع للمدير العام بالمعسول على خبسة ملابين 5. فإن الدير سيميل بطبيعة العال إلى توجيع كله النهار الأول لأنه لا يضطره إلى أي خطوات تتمارض مع مصالحه وتوجهاته الشخصية.

تجدر الإشارة إلى أن الفائدة التي يجنيها الدير القراحي. إذا ما استخدم تفوذه لفرض الدنيسار الأول. التي تمادل الفارق بين الأجر الدني يعصل عليه بلا هذه الحالة والأجر الذي كان سيعصسل عليه وضق ترثيبات أجور مجدية مرتبطة بالأداء. غالباً ما تكون أصغر جداً مسن التكافيف الحضيفية التي يتمثلها حملة الأسهم جراء ذلك التراخي والإهمال. للفترض أن فاضدة الدراخس التي يجنهها الدير بلة مثالثاً السابق تبلغ ملهوني 5 وأن خسائر حملة الأسهب المترتبة على تراخي الدير تقدر بنحو 20 مليون 5. في هذا العالة بدكن القول إن المناسب المجانبة التي يجنبها المدير، إذا ما شمن لتفسه خيار الأجر النفصل عن الأداد. التي يتبغ عليه التي يجنبها المدير، إذا ما شمن لتفسه خيار الأجر النفصل عن الأداد. إن التقطئة المهمة التي يقبغي تسليط الضوء عليها هنا مي أن المديرين يستخدمون نفوذهم ليس مقط للحصول على أجور المني، وإنما أيضاً للتأثير في ينبغ تلك الأجور وإعطائها أشكالاً أضل حساسية للأداد، وحيث إن الانحراف عن منطق التعاقد على مطال الذراع يقود إلى ترتبسات تعويضات من شأنها أن تضعف الحوافز أو تشوهها وأن نسبب بذلك تراجعاً في ظاعلية الأداد، فإن الخسائر التي سنترتب عموماً على حملة الأسهم ستكون أكبر يوضوح من الكاسب انضيتة الذي يجنبها المديرون.

بسبب العلاشة القطقية بين سقطة الديرين من جهدة وقدوتهم على انتيزاع الكاسب العلاشة الديري ينتياً يوجود ترابيط واضع بين سقطة الديري ينتياً يوجود ترابيط واضع بين سقطة الديري ينتياً يوجود ترابيط واضع بين سقطة الديرين وحجهم مكاسبهم العبائية. جميع الديرين التثنيذيين يتمتفون يتدر ممين من استطاء والنفوذ ويستطيعون بذكك أن يضعفوا الأنسيم بعض الكاسب الجائية، لكن مقدار سلطة الديرين يختلف من شركة إلى أخرى تبماً للاختلاف في بنية الملكية وفي نظام العركسة، وكلما تعاطمت سلطة الديرين أجر وأعظم أ، وكما سوف تفاقش بشيء من التقصيل في النصل المخاذي والمعليات النجويية تزكد مسعة علد التوقيات.

المدير العام ونخبة المديرين التنفيذيين الأخرين

من الذي يعصل على الكانب الجانبية وفق سيفاريو سلطة الديريس؟ الدير العام التفضيذي بدورهم فيشاً التفضيذي بدورهم فيشاً التفضيذي بطبيمة الحال، لكن الأخرين من مديري الدرجة المتازة يعصلون بدورهم فيشاً على يعض الكانب الجانبية في كثير من الأحيان، بالرغم من أن الدير التفام يقترد هادة بالقدر الأخير من الحافظة والفوز، فإن نفية الديرين التفيذيين الآخرين يتمتمون بدورهم أيضاً في كثير من الحالات ببعض الفوز فيما يخص صنع القرار في مجلى الإدارة أو على سبيل المثال فيان المديرين التفيذيين الذيرين التفايذين الديرين الدورين التفايذين الذيرين القرار الرئاس منابعة الحال أيضاً من يعض الدوام التي تعدا لدير المام الدير المام الديرين الديرين الدين يشاؤن متاعد في مجلس الإدارة إلى جانب

بالسلطة والقفوة إزاه أعضساء العبشى. جميع الديرين التنفيذين الذبن يشفلون مقاعد بلا مجلس الإدارة يستفيدون على سبيل المثال من عوامل الزمالية ، وروح الجماعة ، والاحترام الدني يبديه أعضاء المجلس إزاء أولئك الذين يتولون فيادة الشركة، وكأعضاء بلا مجلس الإدارة ضان هؤلاء الديرين التنفيذين يملكون أينساً بعض التفوذ فيما يطمس الترشيحات المتقبلية وكذلك أيضاً فيما يضمن تعويضات أعضاء المجلس.

وحتى عندما يكون للدير العام الدير التنفيذي الوحيد الذي يتمتح بيمض الفوذ يلامجلس الإدارة. فإن الكاسب الجانية سوف تنيض على الأرجع ليفيد منها أيضاً بعض من الديرين الاتفيذين الآخرين. عندما يكون بعض كبار الديرين التنفيذين أصدقاء شخصيين للديرين الاتفيذين أصدقاء شخصيين للديرين التنفيذين أصدقاء شخصيين للديرين التنفيذين أحرق تبيات أجور مبارة الديرين التنفيذين الأخرين تعود بالقائدة غير الباشرة على الديري المام ذاته حيث إنها تمي الأعين عن الكاسب الجانية النبي يستأثر بها النفيذين عن الكاسب الجانية المديرين التنفيذين أو تموش يولوك أن الميانية المديرين التنفيذين أو أحرق منافقة المديرين التنفيذين أو أحرق التي يتقاضى مديروها الدامون أجوزاً شخمة (بالمائزة مع تنفيذة المديرين التنفيذين أو والمنافقة إلى المنافقة المدين الدير المام أو ومنافقة التيانية النباشة تأثي جميمها على صداب حملة الأسهم أو. وما

وبالعصلة بمكن القول إن تعويضات الدير العام تمكس غالباً. إن لم نقل دوماً. ما يشتع بـه الديـر من السلطة والتفوذ. والأمر ذاته ينسحب في الكلير من الشركات أيضاً على هثة من كيار الديرين التفهدين الأخرين. ولذلك فإن تحليلنا التضمن في سفصات هذا النصل يتعابق ليس فقط على تعويضات الدير العام وأنما أيضاً على تعويضات تلك الفئة من كبار المدرز التقيدين الأخرين.

تكاليف وقيود والسخطء

حـدود الكاسب الجانية الحتملة التي يمكن أن يعصل عليهـا الديرون ليست مفتوحة. منحبــع أن قوى السوق. والحاجـة إلى موافقة مجلس الإدارة. والمواقب الاجتماعية وما إلى ذلك لا تستطيع مجتمعة أن تحول دون الانحر لف عن التعاقد على مطال الدرام. لكنها نقرض لِهُ الواقع بمشاً من القيود على ترتيبك التعويضات.

بالنظر إلى قلك القيود فإن درجة تمادي الشركات لي محاباة الديرين التنفيذين لن
تتماقي بما تنظري عليه الترتيبات المزمع عقدها من محاباة فعلية للمديرين وحسب، وإنما
أيضاً بالانطباع التوقيع أن تقوده قلك الترتيبات لي تفرس المراقبين الخارجين، والسوال
عما إذا كان المديرون وأعضاء المجلس قد يمتمون عن تبني ترتيبات تعريضات معينة يتملق
إلى حد بعيد بالسوال إلى أي حد قد قيد تهدو قلك الترتيبات إلا أعين المراقبين النفارجين
المعتبين غير مسوغة، أو تتم على إساءة استغدام لأموال الشركة، أو يعبارة أخرى، فاضيعة،
المعتبين غير مسوغة، أو تتم على إساءة الستغدام لأموال الشركة، أو يعبارة أخرى، فاضيعة،
المعتبيد عموماً إلى ردود الفعل السلبية لدى المراقبين الفارجيين باستخدام مصطلح
السخط، بالرغم من أن بعض ظلك المردو ربما يندرج أكثر في عداد الانتد ولا بهمل حقيقة
إلى مستوى السخطة، وكما مشغير أيضاً إلى التكاليف التي تترتب على الديرين وأعضاه
المجلس بتأثير ردود الفعل السلبية لقد تحت اسم «تكاليف السخط». وكلما كانت بدود
المناسل تلك أفوى وأوسع انتشاراً -أي كلما كان السخط أكبر - كانت تكاليف ذلك بالنسبة
قد تمنع بالفعل من تبغي درتيهات كانت لقدم للمديريين مزيداً من المعاية، وسوف نشير
فيما بلي إلى ظلد الترشيات التي لم تخرج إلى النور خشية تكاليف السخط على أنها ترتيهات
تتمارض مع حقود السخطه.

ولكن ما الذي يجمل الديرين وأعضاء مجالس الإدارة يكترثون بالانطباعات الخارجية
- وعلى وجه الخصوص بالسخطة بدنية لا بد من الإشارة إلى أن العقوبات الني قد تقرضها
المسوق على الديريين وأعضاء مجالس الإدارة فتينيهم ترتيبات معينة تنطبق إلى حد بعيد
بالانطباعات وردود الأقصال التي تخلفها نقلك الترتيبات بلا الأرساط المنهية. دعونا فنظر
أولاً إلى بورسية حكم الشركات. إن هذه السوق سوف تقرض عقوباتها على تبني الترتيبات الما المديرين عبر جعل الديرين وأعضاء للبخس المتبين أكثر تعرضاً لتعديات
الفرطة ية محاياة الديرين عبر جعل الديرين وأعضاء للبخس المتبين أكثر تعرضاً لتعديات
المناسبين. غير أن هذه العقوبة لن تبلغ حد التأثير النطبي إلا إذا بدت ترتيبات الأجوز الني
شنبها الشركة بلا أعين المراقبين الخارجين مثيرة للسنطق إلى حد كبير، عندها قد يرى

<u>108</u> أمر دوز أواء ____

المستمرون المؤسسانيون بلا تلك الترتيبات إشارة فهية إلى أن الديرين التقيديون وأعضاء المجلس غير مكتراين بمصالح حملة الأسهم. وهـــؤلاء المستفرون لن يتحمسوا والحالة هذه لدعهم أمسحها، القاصب لا مواجهة التحديات الانتخابية أو عروض الاستهالاء العدواني المعتملة. بهذه الطريقة. وعبر آلية عمل يورمة حكم الشركات. يستطيع السفط أن يفرض بالقعل عقوبات حقيقية على الديرين وأعضاء المجالس إذا ما تبنوا ترتيبات أجور فاضعة.

لنظهر أيضاً إلى بورصة الديرين وسعمة الديرين وأعضاء الجالس في سوق العمل.
لا شبك في أن السعمة السيئة قد يكون لها أثر سلبي على آفاق الفرص المنتقبلية بالنسية
للمديرين وأعضاء مجالس الإدارة. كذلك فإنها قد تضر أيضاً بما يديرونه من صفقات
عصل مع أطر أف أضرى خارج حدود الشركة. والواضع أن الكثيرين من أعضاء الجائس
الخارجيين بهتمون لدخول الجلس إلى حد بعيد طعماً فيما تؤمنه لهم عضوية المجلس من
هيبة واحترام ومن علاقات وصلات في عالم المال والأعمال، واكتساب سعمة سيئة قد يذهب
بتلك الكاسب ويفرض بدلاً منها تكاليف وعفويات. غير أن ناك الخسائر المنطقة بالسعمة
لمن ثباغ حدود التأثير القطي على أوضاع الديرين وأعضاء الجائس وأفاقهم المنتقبلية، إلا
لمن ثباغ حدود التأثير القطي على أوضاع الديرين وأعضاء المجائس وأفاقهم المنتقبلية، إلا
كما أمن السخط، أما الترتبيات أجور فاضعة أثارت ردود قبل سلبية عارمة – أو بالأحرى فدراً
كميراً من السخط، أما الترتبيات التي ينظر إليها بوجه عام على أنها تتوضي هامش ما
كمات لا تضم مصالح حداة الأسهم.

وية المقيضة فإنسا نعتقد أن التكاليف التي تعرف على الديرين من جسراء التربيبات التي ينظر اليها على أن فيها إساءة استخدام لأموال الشركة، وأنها مثيرة للسخط، تتجاوز بروسية على التكافي الأولى الذي يقسف عند حدود عوامل السوق التي أوردناهما فهما نقدم من هذه الفقرة: أي إننا نعتقد أن القهود المقروضة على انتزاع الكافس البعائية أكثر شدة مما يفترضه التعليل البسيط الذي يقنصر على عقوبات السوق (المصدودة) التي تنزلب على ترتيبات التعويضات الثيرة للسخط، لقد سبق أن أوضعنا بها التصل الإدارة بتأثيرون ليس فقط بما تعليه عليهم مصالحهم بها التصديدة المدونة، الشيرة الما تعليه مصالحهم الانتصادية المدونة، الضيفة، والنسة والنسية مناسات التونيات التونيات التعريف الموامل الاجتماعية والنسية

(كافز مالندة. والوطاء، وروح الجماعة. وما إلى ذلك) التي تدفعهم في التجاد معاياة الديرين التفهدة هيئ. ومن مفطور مشابه نجد أن هفاك أيضاً العديد من المواصل الاجتماعية والفضية التي تزيد من حجم التكاليف التي يرتبها الديرون وأعضاء المعالس على أنفسهم بقيفهم ترتبهات تبدو بفطر الرافيين الخارجيين للعقيين مثيرة للسخط إلى حد بعيد.

إن الديريين وأعضاء مجالس الإدارة بيباون على المموم إلى إيلاء قدر كبير من الاهتمام لما يعطون به من فيول وتأيد واحترام لدى بعض الشرائح الاجتماعية والهنية العنية. يبيل أعضاء مجالس الإدارة هموماً إلى العمل على تقادي التعرض للنقيد أو التهكم من قبل ظلك المجموعات الاجتماعية أو الهنية التي يقدرون أرادها -حتى إن كان ذلك النقد أو التهكم لا يرتب عليهم أي خسائس اقتصادية أو بهائتهجة. حتى إذا قرضتا بأن الدوافع الاقتصادية التي تحركها يووصة حكم الشركات وسوق عمل الديرين لن تبيغ من القوة ما يسمع لها بعض الديرين من السمي إلى فرضى ترتيبات معينة متهرة السخط. عبل التوق من صغوط النقيد والإحراج قد يردعهم عن ذلك. عقدما أحتل جالك ويلش، الدير العام الأسبق لشركة جنران إلكتريك. عقاوين المسعف بتخاب طوعاً عن التسهيلات القدمة له بعد التقاعد والسبحقة فانونها بموجب عقد الاتفاق المبرم مع الشركة «بما بها ذلك حق استخدام طائرة خاصة على حساب الشركة. وحق الاحتفاظ بشقة سكلية بها نهويورك – إنما كان يسمى دون أدش شك إلى الحفاظ على ما كان قد مطي به سابقاً من التأيد والاحترام، وذلك على حماب مصالحة الالتصادية الضيقة؟

لا شبك بها أن السخيط لن يضوى على فرض تكالهيف فيله ما تم يهام الحيد الكارة من سعة الانتشار بين مضوف الفئة المديد من الرافيين. ليس كافها على الإطلاق أن ندهب مجموعة فاليلة من الباحثين أو من المستثمرين إلى تصنيف بوناميج التمويضات الاعداد الترفيسات التي تضر على نحو فاضع بمصالح حطة الأسهم. كي يكين لعقوبات السوق والتكاليف الاجتماعية أثرها السلبي الفعلي واللموس على المديرين وأعضاء مجالس الإدارة بجب أن تصل موجة السخط بالدرجة الأولى إلى فئات المرافيين الخارجين الذين تصطى أراؤهم وتحليلاتهم بمطبح الاعتبام لدى الديرين وأعضاء المهائس أنشيهم: المستثمرين المؤسماتين، الأوساط المنهة بعالم المائل والأعمال، وكذلك أيضاً الفثات الاجتماعية والهنية التي بنتمي إليها المديرون وأعضاء المجائس ذاتهم. <u>110</u> أج دون أواء ____

التمويده

إن التكاليث الرؤسة التي يتحيلها الديرون وأعضاء مجالى الإدارة من جراً، تبنيهم ترقيبات أجبور نقطوي على قدر كيور من العاباة للمديريين لا تتعلق قالشام الأول إذاً بالتكاليث القعلية التي تجرها تلك الترقيبات على حملة الأسهم، وإنما بالانطباعات التي تولدها لدى فشات معينة من الرافين الخارجين وبالصورة التي تبمو بها يلا أعين أوتنك المرافيين، الصورة والانطباع هما إذاً ما يهم هنا، وهذا يأخذنا إلى مفهوم أخر يلب دوراً حساساً في فهم تضاريس التويضات؛ التعويه،

لما كان للمشهد الخارجي والانطباعات التي يولدها ذلك القدر من الأهمية. فإن من الطبيعي أن بعمد مهندسو برامج النمويضات إلى وضع حد للقدد والسخط الخارجيين عبر تنظيف، وتنظيف الخارجيين عبر تنظيف، وتنظيف الخارجيين عبر أكلب المكاسب الجائية. كلما بعث رزمة التعريضات أكثر عفلانية وتوازناً. النسبت حرية الديرين في التمتع بعزيد من المكاسب المجانية دون أن يواجه والحي ذلك ما يستحى الذكر من مظاهر الاسخط، وبناء عليه. وتبماً لتطور سلطة المديرين، فإن الديرين سبمياون بطبيعة الحال إلى توجيع سياسات التعويضات التي تخفي القيمة الإعمالية لتحويضاتهم. لاتي تبدو أكثر ارتباطأ بالأداء مما هي عليه يلا متينة الأمر. التي تنظف الأمور حية اشكال بسهل تسييفها والدهاء عنها.

وبقد رسا تتسع أمام مهندسي برامج النعويشات مساحدة الحرية بق معارسة النعوية. بقدر ما ينبني أن نتوقع منهم استثمار تلك المساحة بكل أيمادها . قبل عام 1992، كانت هيئة الأوراق والأسدوق المالية قملي على الشر كات تقديم تقارير دورية حول تعويضات مديريها . إلى المسوم . لكنها تترك فها بالمقابل الحرية بق صياغة تلك التقارير على النعو الذي ترام مناسباً. وليس مقاجئاً أن نرى ظك الشر كات قد دأبت على الاستفادة على نعو أعظمي من صدلا حياتها نلك الإخفاء حجم وشكل أجوز مديريها، يصف أحد الموظفين السلولين بق هيئة . الأوراق والأسول بق هيئة الحال . فقال المساولين بق هيئة . الحال . فقال المالية واقبع تعامل الشر كات مع تقارير الأجور وقبق ما كانت عليه الحال . فقال . 1992 . كما بل . كانت المطوعات القدمة إلى حشل تعويضات الديرين] غامضية ومهمة... كان التمويضات المقاومة أن المتقادي يمتد إلى عشر و مضعات إلى أربع عشرة مضعة. وتبعاً لوقت الشركة من البيان لم يكن غربياً أن تجد رؤسة أجور بفيمة 53,500,081 قد مسخت بالأحسرف الهجائية حرفاً حرفاً حرفاً خرفاً يقان يخلو من الأرفام. هذا يعطي فكرة عن طبيعة تلك البيانات: كانت بيانات طفائة، غامضة مبهمة. مصاغة بلغة قانونية معقدة، وكانت الأرفام ذات الدلالة إما منهية أو مدفونة منا ومناك بين الصفحات الأربع عشرة، ذات مرة قام أحدهم بتوزيج بيان توكيلي على عدد من المحللين الذين يعملون عصارت الميكن بين التناشج بعملون التغييضات الني يتفاضاها المديدة البيان، لم يكن بين التناشج بشاها عن بعض ومعددة على مجال واسع ?.

ية المسام 1992، عمدت ميشة الأوراق والأسواق المالية إلى تشديد القواعد فيما يضمى صياعة بيان التمويضات وذلك عبر إلزام الشركات باستخدام نصاذج جاهزة تحدد ألية تقديم الملومة حول أجور الديرين، والحق أن قوائم التمويضات النموذجية التي يجب اليوم على الشركات استخدامها قد جملت التمويه مهمة أكثر صموية وتعتيداً، غير أن شروط العام 1992، فيما يخص بيان التمويضات قد فشلت، كما سوف نوضع علا فصول الاحقة من الكتاب، علا وضع حد لقدرة الشركات على تمويه حجوم أجور المعيرين وأشكالها.

قد يتسادل المرد بحق: طالما أن الكاسب الجانية معومة، كيف تلمراقب إذاً (والأمر ينسجب أيضاً على مؤلفي الكتاب) أن يجزم بأن الديريين يتستمون بمكاسب مجانية؟ من الناحية النظرية يمكن أن يتم تمويه الكاسب الجانية بدرجة عالية من الإنقان بحيث يصبح كشفها أمراً غير ممكن على الإطلاق، غير أن الواقع يقول إن التمويه يحافظ على نجاحه وفاعليت طالمًا ظلت الكاسب الجانية مفيهة عن أمين تلك الفشة من المواقيين الخارجيين التي إن بدا عليها السخط، فإن سخطها من شأنة أن يكلف الديرين وأعضاء المجلس غالها. أما المراقبون الأخرون فإن إدراكهم لمشيقة الكاسب الجانية لا يغير شيئاً في المادلة. <u>112</u> أم يورنوا. ___

ومن هنا طبان مفهوم التمويه لا يتمارض مع إمكانية أن يضوم أحد الرافيين الخارجيين بتمبيسز الكاسب الجائية الطباة بين طبات ترتيبات التمويضات. للا هذه الحالة يقطر إلى الانتيجة التي خلص إليها المراقب العني على أنها إنما تمكس حكمه الشطعس، الذي لا يصبح نمسهمه، والقاضي بأن برنامج التمويضات يعتريه شيء من التشويه لجهة معاباة الديرين. وصبح مرور الزمن قد يلقى ذلك الاستتاج يطبيعة العال مزيداً من القبول والتأبيد ليفرض نفست على نطباق واسع. عندها يكون غطباء النمويه قد سقط عن تلك المكاسب الجانية. غير أن بعض أشكال المكاسب الجانية قد تطل مطفية متى بعد أن ينجع بعض الرافيين بلا استبانة أمرها.

السخط والثمويه على أرض الواقع

ذهبت بعض الأصوات الناقدة لمعانا السابق على الاز مم بأن فكرة تكاليف السخط. وكذلك أيضاً فكرة التمويه المنبئتية عنها. لا تتمدينان كونهما تكهنات نظريبة غير قابلة للاختبار تجربيها ⁸. غير أن الأمر ليس كذلك على الإملاق. هناك دلائل تجربيبة تبين أن المديريين وأعضاء مجالس الإدارة بتأثرون فعلاً حفيما يخصس التمويضات. وكذلك أيضاً فيمنا يخصى أنصاط أخرى من القرارات بالنقد الخارجي والسخط عندمنا يبلغان حداً كافهاً عن التوة. وهناك أيضناً دلائل تجربيهة على أن المديريين وأعضاء المجالس يلجؤون إلى أساليب النموية.

بدائية شود أن نبين أن هقالك ولائل طيت أن طرارات حملة الأسهم ذات الطابع الوصائي تترك ووائما أقاراً فعلية على سياسات الشركات. بالرغم من أن تلك القرارات غير ملزمة، وبالرغم من أنها نادراً ما تتجع بإلا الحصول على التأثيد المطلوب لاكتساب أي صفة رسمية، شيان وجودها يسلط ضوءاً ناقداً على الجوانب الخلافية بإلا سياسات الشركات فيما يعضى تتويضات الديرين، ويزيل قسماً لا يأس به من النموض الذي يعتري علك السياسات. هفالك دراسة ضام بها واندال توماس و كينيت مارتين عنيت بالبحث بإلا القمل للترارات الوسائية التعلقة بالأجور أتناء أواسط تسعينهات القرن العشريس، وخفصت إلى نتيجة مفادها أن نلك القرارات قد تركت بالقبل أشراً ملطناً على قرارات التصويضات اللاحقة. وجعت طلك الدراسة أن العامين التاليين لصعور قرارات حملية الأسهم الوصائية الفتقدة لأحيرو المدين بأنها إلى التعريضات لها تلك لأجدور المدين بأنها إحمالي التعريضات لها تلك الشركات بلغ قيمة وسطيبة موثوقة إحصائياً مقدارها 2.7 ملهون \$ (بعد التصحيح ثبداً للمخلل انتي تعمل فيه تلك التشركات). كذلك فقد وجد الباحثان بها دراسة لاحقة أن ارتفاع معدل القصويت ضد مشروعات القرارات المدعومة من قبل الجهاز الإداري بشأن تصديق خطف خيارات الأسهم فد كان له أثر واضح بها تبطيء نمو تعويضات المدير العام على مدى الساوات اللاحقة.

هضائد دراسة أخرى قام بها البكساندر ديك و لويجي زينناليس عنيت وأثار التابعة الإعلامية على ضرارات الشركات بوجه عام، وقد وجد الهاحشان أن الاعتمام والتابعة من قبيل الأوساطة الإعلامية يعفع بالشيوكات إلى تبني سهاسات أكثر رفضاً بالابيئة على سبيل الشال، وعلى صعيد القضايا فانتفقته بعوكمة الشركات بينت الدراسة أيضاً أن اعتمام الأوساط الإعلامية بقال القيمة التي يعتلمها حملة الأسهم السيطرون!!.

وكواحد من الأمثلة الشهيرة التي تبين قدرة النقد الغارجي على التأثير في قرارات الجهاز الإداري الدني يقود الشركة تذكير هذا الحملة التي قادها رويس مونكي الفاشط بين صغوف حبلة أسهم شركة سهرس ضد سهاسيات مجلس إدارة الشركة. أثباء أواخر الشائية بينات وأوائل الشعينيات اضطر مجلس إدارة سيرس تحت ضغط حملة مونكس إلى الشائية بينات وأدار المسائية الشركة والارتقاء به عن المستوى النهيس الذي كان قد تدني إليه. بعد أن ثم تجاهل انتهاداله مرازاً وكثر ازأ من قبل مجلس إدارة الشركة والارتقاء به عن المستوى إدارة الشركة عمد مونكسية فيسان/أبريل 1992- إلى نشير إعلان في مجلة وول ستريت جوزسال أعطاء العنوان «القيادات القصيرة في سيرسره فضع فيه أوجه الإممال والتقسير في أثر ذلك المنطق المجلس إدارة سيرس مشيراً بالاسم إلى الأعضاء القصيرين. وعلى إثر ذلك أضعاء مجلس إدارة سيرس مشيراً بالاسم إلى الأعضاء القصيرين. وعلى إثر ذلك نصو فعلي، الأمر الدني قاد إلى تحقيق انعطافة غير عادية في سعر أسهم الشركة؛ إذا عاد السعر تبسيل ارتفاعاً يشارب 10 بالمئة فور الإعلان عن تلك التقييرات (هذا الارتفاع في سعر الأسهم مصحح لجهة مراعاة المركة العامة لدون الأوراق المالية إلى 10 م

<u>الع بون</u> أداء _____

وهناليك مثال أخير لايقل وشوحأ هومثال مبندوق تقاعيد موظني الشركات العامة بإذ ولاية كالبغورتيا (كالبيرس) والسياسة التي انتهجتها هذه اللاسمة يلاحث الشركات على تحسين أدائهما عبر تسليط الضوء على الشركات ذات الأداء المتواضيع. على مدى سفوات عديدة دأبت كالبيرس على إدراج الشركات ذات الأداء الضميف ضمن فائمة خاصة أسمتها مقائمية المثابة التركزة، وقدميت العديد من الفشر حات لتحسين السياسات الادارية فتلك الشيركات. من شاكلة اقترام جمل لجنان التمويضات ولجان الترشيع مكونة حصرياً من الأعضاء السنقلين. وللإحالات كثيرة عميث الشركات الدرجة في القائمة بالفعل الى تعليين يعض التغييرات التي الترجتها كالبيرس. وللا العام 1991، وبعد أن أشار العديد من الديرين العاملين عللي كالبيرس بأن تغفيف حدة الغزعة الهجومية من شأنبه أن يكسها مزيداً من الفاعليات، قررت كالبيرس تبني سياسة أكثر «لطفاً» تخلو من عناصر التشهير بالشركات القمسرة. غير أن تلك الشركات، فإخل غياب خطر التعرض للنشهير والفضيحة. سرمان منا بنجات تطوراً عكسيناً لتصبح أقل تعاوناً. وقد وصف دينال ها تنبون، الذي تسلم الذلات الحيين منصب الدير العيام التنفيذي في كالبيرسي، الوضع الذي ألت إليه الأمورية تكك الأوضة بالقول: ولقد أشتت لنا النجرسة أن يعض الشركات لن تتحرك لواجهة الشكلة ما لم تجاد تفسها مضطرة إلى التعرك لأن الشكلة قد باتات تحت عدسة الرأي العام، الا العام 1992 . عباودت كالبيرس اعتماد سياسة التشهير والإحبراج الطفي في تعاملها مع الشركات الأي تعاديّاً.

وية الواقع فإن سهاسة الإحراج العلني التي البنعة كالبهرس قد تركت بالفعل أثراً طابلاً القباسسية الشركات النبي ثم تسليط الضوء عليها. فقد وجدت بيلين قو أن الشركات التي أدرجتها كالبهرس على فائمة المنابة المركزة من حيث ضعف أداء جهازها الإداري قد شهدت لاحقاً توجها أقوى نمو تقلهمى أعداد أصحاب الناصب بين صفوف أعضاء مجالس الإدارة. كذلك فقد سجلت تلك الشسركات أيضاً معدلات أعلى فهما يخص حموادت استهدال الدير العام أ-أ. كما أن من الواضح أن سياسة الإحراج العلني قد كان لها أثرها أيضاً على الفرص المستهلية لأعضاء المهالس الداخلين الذين اضطروا لقادرة مجالس إدارة الشركات المستهلية، فقد وجد هؤلاء صعوبات أكبر كليراً، بالقارنة مع نظرائهم من الأعضاء الداخلين القادرين من مجالس الشركات الأخرى، فيما يخص الوسول إلى عضوية مجالس الإدارة بلا شــركات جديدة، وكما يتضع من هذه الدراسة فإن الشهرة السلبية وما تثيره من السخط بغرضان بالقمل تكاليف حقيقية لا يجوز إغضائها.

وأخيراً، وربما يكون الأهم، فإن هناك دلائل قوية تؤكد الوجود الفطي لمارسات التمويه، تقضي هكرة التمويه، فإ واحد من أهكاساتها الباشيرة القابلة للاختيار والقياس، بأن انصراف ترتيبات التمويضات عن مقتضيات التفاوض على مطال الدراع ينبغي أن يشهر في مطلم حالاته في التجاهيات تجعل حجم الأجور ودرجة حساسيتها لللاداء أقل شفافهة ووضوحاً، وحياسات التمويضات الحالية تؤكد بقوة حسة هذه الطاهرة التي تمثل انعكاساً مباشراً تفكرة التمويه، وكما سوف نوضح في قصول لاحقة ضان سياسات التمويضات المائدة . فروض المبرين، ونظام الخيارات التقليدية - تترك مدورها فسعة واسعة لمارسات التمويضات المجرية،

دور مستشاري الثمويضات

جسرت المدادة أن تكلف النسركات العامد في الولايات المتحدد الأمريكية مستشارين خارجيين بتقسيم إسهام فاعل في عملية تحديد تمويضات الديريس¹³ . وتبماً لوجهة نظر سهناريو التعاقد على مطال الذراع بمكن تسويغ استخدام مستشاري التمويضات على قاعدة أن هـ ولا ديملكون الخيرة والكفاية اللازمتين للتدييم إسهام المتصامعية عملية تصميم رزم الأجور: فالمنتشارين بملكون معلومات حول الأجهور لا يتم تداولها بصورة مهاشرة بين الشركات والشركات تشارك عداد في استيناسات التمويضات التي ينطعها المستشارون لمرضها بأن ما تبوح به من معلومات خاصة سوف يطل مصفوطاً يلا أيد أميذة. والمستشارون يستفيدون بدورهم من جملة المعليات التوافرة لديهم في تطوير تصاميم جديدة لترتيبات الأجور يضمونها في نهاية الملاف في خدمة موكيهم.

بلار غـم من أننا تتفق مع وجهة النظر تلـك بها أن مستشاري التمويضات يملكون القدرة على ممارسـة دور مهم ومفهد به عملها تمعيه الأجور. وأنهم يمارسـون هملاً ذلك البور يلا بعضى الأميــان. إلا أن من الهـم أن نستوضع بالقابل أن الشـر كات تستخدم مستشاري

التموينسات أيضاً لهمة تمويه الكانب الجانية. إن حقيقة أن أعضاء مجلس الإدارة طد تبنيوا رزمة تموينسات تم افتراحها من قبل مستشار لشؤون التموينسات -ولم يصمموها بأنفسهم- تضفي بعد ذاتها على رزمة التموينسات المنهة غطاء الشرعية. إذا تمرض أعضاء مجلس الإدارة لأي انتقادات أو الهامات فهما يخص التموينسات يمكنهم أن يسوغوا هراراتهم بيساطة على أنها مبنية على مقترحات مقدمة من قبل خبير خارجي.

لكن ويا للأسف هإن مجرد كون رزمة الأجور مقترحة من قبل أحد مستشاري التعويضات لا ينسب بالخسرورة أنها تستعن بالغمل شهادة جودة. وقد بحث ويد وبوراك وبولوك منمن إطار دراستهم المذكورة أنقا في الطرائق التي تتبعها الشركات في اختيار «الشركات النظيرة» لاستخدامها كمتهاسي لدى تقسويم الأواء الذاتي للشركة. وقد وجد الهاحشون أن تعريف «الشيركات النظيرة» يتجاوز بوضوح الحدود الفعلية لحقل العمل المدني في حالة الشركات ذات الأواء الطعيف بالنسبية لعميوم شيركات العقبل، وكذلية أيضاً في حالية الشركات الشي يتعاضى مديرها العام أجروز أمنز منة بالمقارنة مع الديريين العامين لشركات المقل النسب 12 . ويقاد دراسة أخرى وجد كهن موريق «أن تشي الشيركات الأنف الكيري قد سجلت نجاحاً من هوماً يتحقيق أداء يفوق وسطي أداء الشركات القاضية بنا حقل العمل العلي أشاء السنوات المالية الخمس الفائتية أقاء ومن المنيد أن تستوضع أن اصطفاع مثل هذه التقديرات

توالي الارتفاع

إن الجهود المشتركة لمستثماري التمويضات، الذين لديهم دوافعهم فلسمي إلى إرضاء المديريين العامين، ومجالس الإدارة التي تبدي بدورها مينولاً مشابهة، قد قادت إلى تقافم ظاهرة ارتفاع مستويات الأجور مع مرور السنين. قام جنون بهزجاك و مايكل لهن و الالهنا ناظين بإجراء مراجمة فطهقة لتقارير التمويضات عن العام 1997. بهّ مثال 190 شركة من الشركات المسجلة به دليل إس هربي 900، وخلصوا بلا ذلك إلى أن الغالبية العظمى من الشركات التي تعتمد طريقة القارنة مع -الشركات النظير قد تخشار لتمويضات مديريها موضع الوسط أو ما فوق ذلتك على سلم تمويضات شركات العضل العني ⁶. وهذا الاختيار الدني لا يخلو من السخاء من شأنه أن يدفع تمويضات الديرين على نحو مطرد نحو الأعلى مع الزمن حتى ولولم يكن هناك أي تحسن بلا أدائهم.

للبحث ية هذه الطاهرة عند بهز جاك وزملازه إلى دراسة تطور قرارات التنويضات ية منا يقارب 1500 شركة من الشركات المنهمة العامة أقساء الدة 1992 - 1998. وقد وجدوا أن الديرين العامين الذين كانت أجوزهم أدنى من القهنة الوسطى قد حصلوا على زيادات تقوق بوضوح وسطي زيادات الأجوز سواء على صميد القهنة النسبية أو الطاقة، وذلك حتى ية حالة الشركات التي سجلت تراجعاً في الهزائية ويلاسمر الأسهم، ومما لا خلك فيه أن مثل هذه السياسات تقود بصورة حتمية إلى ارتفاع مستمر فية مستوى التمويضات ⁰⁰.

وهد وصف كيم كلارك. عميد كلية الأعمال في هارفارد، أضيراً عملية توالي الارتفاعات ظلك بالعبارات الألية: «إن استخدام سنشاري التمويضات ... فدخلق ... مفعول ليك ووبغان». تعلمون أن الجميع في ثلك البلدة التغيلية كان فوق الوسط. والأية التي تحكم سير النظام في الكثير من الاشركات هي أن غالبية الدبرين العامين بريدون لأنفسهم الوقع 75 باغلة في التوزع الإحصائس للتمويضات ... والتنهجة هي مفعول توالي ارتفاع الأجور بعد كل ارتفاع بمع خبره فيا السوق. الأمر الذي يقود إلى تشوهات جدية فيا تمويضات الدبرين العامين أ¹.

سلطلة الديرين وتطورات العقد الخاضى

لقد انتقد كهلن مورية و بر ابن هول عطفا السابل حول العلاقة بين سلطة الديرين وأجوزهم مفترضين أن السهنارييو الذي قدمتها، ية ذلك العمل يعجز من تقسير الزيادات الكبيرة ية تعويضات العبرين أثناء تسمينيات القرن المشرين. ²³ كنلك فإن هوفان جنكس الذي يكتب عسوداً بلاً مجلة وول ستريت جورنال قد شكك بدوره بلاً سحمة عمانا على أرضية افتر انسات مشاههة ²³. تشوره هذه الانتقادات إلى افتراض أن سلطة العيريين العامين قد تراجعت أثناء التسمينيات بقعل تمول مجالس الإدارة إلى ضم الزيد من الأعضاء المستلين على هساب الأعين أثناء تك الحقية لا أن تشهد فرتفاعات كيرد، وفق ما يزعمه المتعدون.

غيير أنه ليس مؤكداً على الإطلاق أن نفوذ الديرين قد تواجع فعلاً خلال التسمينيات. فيالرغم من التطووف التي طو أت على تركيبة مجالس الإدارة، نجد أن وسائل الدفاع التاحة لأعضاء المجلس في مواجهة تحديمات الاستهلاء الخارجية قد تعززت بالفقائل أيضاً، ومكذا فإن اكترات الديرين ومجالس الإدارة بالتهديد المائل في محاولات الاستهلاء الخارجية كان أثناء عقد التسمينيات فتل جداً منه أثناء العقد الذي سيقه.

كذلك عقد لحظت الانتقادات الوجهة لعملنا السابق أيضاً أن ارتفاع التعريضات أثماء التسمينهات قد حدث في أعقاب تبني شروط الإشهار المُشددة في العام 1992 ²⁴. وقد حاول المنتقدون استثمار هذه الحقيقة زاعمين أن ظك الزيادة في الشفافية كان ينبغي لها أن تقود إلى انخفاض وليس إلى ارتشاع في ستويات الأجور. لو كان لسلطة الديرين يالقمل ذلك الدور الهم بلا تحديد تعويضائهم.

إنت انهيد منتقدينا في أن زيادة الشفاضية يتبني أن تسهم في تقييد الأجور باضراص أن العواصل الأخرى بافهة جميعها على حالها. ولكن في الواقع كان هناك تغيرات أخرى في مدة التسمينيات عملت على وضع الأجور بمعدلات أكبر بوضوح من الزيادة اللازمة لتعديل أثر الإممان في الإشهار وزيادة الشفافية. وبتطرفا فإن ارتفاعات أجور المديرين أشاء التسمينيات فد جساعت بفعل تعاورات طرأت على بيئة التعويضات -كترايد اهتمام هملة الأسهم بربط الأجور بالأداء. والازدهار العام الذي شهمته أسواق الأوراق المالية - وفد تمكن المديرون الاتهنديين من استثمار تلك التطورات لتحقيق الزيد من الكاسب الإضافية.

 بر اسج التعويضيات القائمة على قاصدة الأداء . وقد جناء إقرار المنادة m162) من قانون الخدرائب الاتحادي، فإ العام 1992 . التي تعلق إدخال التعويضات القدمة لمدير ما التي تزيد عمن اللهبون 5 للعام الواحد، فإ حسابات الخصم الضربيي ما لم تكن التعويضات الزائدة معربهطة بالأداءء . بهدف تشجيع الشركات على استخدام هذا القوع من التعويضات.

وقد عسرف المديرون كيف ينتزعمون لأنفسهم الكاسب من موجدة الحماسة للتعويضات القائسة على هاعدة الأداء. فقد أهادوا مس نفوذهم يقا مجالس الإدارة للحصول على أجور إضافية منحمة التخذت شكل خيارات الأسهم دون أن يترتب على ذلك أي تطفيضات مقابلة لي تعويضاتهم النقدية . يق عالم يسود فهه منطق مطال الذراع قد يوافق صاحب المعل يقا كثير مس الأحيان على زيادة يقاضم عمين من رزمة التعويضات مقابل خفض مكافئ يقا قسم أخر من الرزمة . أما يقا عالم واقع الشركات. حيث تفضيح التعويضات لنفوذ المديرين أنسهم. فقد استجاب المديرون ومجالس الإدارة للدعوات المنادية بالتعويضات القائمة على أساس حقوق الملكية بكل بساطة عبر إضافية تعويضات عن هذا النبوع إلى ترتيبات التعاشمة المرتبطة بدلاً من الاستعاضة عن التعويضات غير الحساسة الأداء بتعويضات عنوق الملكية المرتبطة بالأداء.

وفضلاً عن ذلك فقد أفاد المديرون من نفوذهم في تصميم برامج الخيارات على النحو المدي يضمن لهمم القدر الأكبر من الكلسب. وكما سوف نوضح لاحقاً فإن خطما الخيارات التفاهدية لا تضمن الربط القوي بين أجور المديرون وأدائهم الذاتي يقدر ما تسمح للمديرين بعيني ثمار المسادفة التي تتجسد في ارتفاعات أسمار الأسهم الناجمة كلهاً عن حركية السوق والتطروات المامة التي يشهدها حقل الممل المني، التي لا دور فيها للمديرين أنتسهم على الإطلاق، وبالتنبهة فإن المديرين يحصدون مكاسب أكبر كليرا مما كان ينبقي بإذ خطف الخيارات المهدية أن تقدمه لهم.

بالنظر إلى الزيادات الهائلة التي طرأت على الأجور أثناء العقد الماضي قد يتساءل البعض من منتقدي وجهة نظرنا، غاذا لم يستغدم الديرين، الكارصون بطبيعة الحال للمجازفة. تفوذهم المزعوم في محاولة الحصول على زيادات في تمويضاتهم النقدية بدلاً من أن تنحصر نلك الزيادات في خيارات الأسهم. لو كانت النيمة الإجمائية للتعويضات المتاحة ثابتة، لكان _____ أم يود أدا. ____

من الوكد أن الديريس سيفضاون الحصول على ثلك التعويضات نشداً وليس على صورة خيـارات الأسهم. لكن الديرين في سيهم إلى زيادة أجورهم أشاء التسعينيات لم يكن لهم أن يفتـاروا بين تعويضـات نقدية إضافية وتعويضات قائمة على خيارات الأسهم مكافئة لها في القيسة التقديرية. وبالقابل فإن الحماسة الكبيرة التي أبدتها الأوساط الخارجية إزاء التهويضات القائمة على حقوق الملكة قد أعطت الديريـن فرصة ذهبية لانتزاع تعويضات إضافية على حقوق الملكة قد أعطت الديريـن فرصة ذهبية لانتزاع تعويضات الضائمة على حقوق الملكة هد أعطت الديريـن فرصة ذهبية لانتزاع تعويضات تصفط التوازن ولو جزئهاً في إحمالي قيمة التعويضات.

وبالإضافية إلى ذلك، ونظراً لأن تدويضات غيارات الأسهم نفتح أطاق جديدة لتحسين
حوافز الأداء، فإن استخدام برامج الخيارات قد مكن الشركات من تسويغ رزم التدويضات
الفرطية التي يلفت فيهاً كانت سنتير موجة عارمة من السخط من شأنها أن تمارس دوراً
المراحية لاتي يلفت فيهاً كانت سنتير موجة عارمة من السخط من شأنها أن تمارس دوراً
برادعياً لو كانت قد أخذت شكل تدويضات تقديمة. في العام 2001 - استطاع مدير عام شركة
إلى الحصول على رزمة خيارات تجاوزت فيمتها نصف القيار من المولارات، وإن رافق ذلك
تبدئل إلى الهوم خارج حدود النصورات، وكما سوف تنافش بالتضيل في الفصل 11. فقد
تمزئل إلى الهوم خارج حدود النصورات، وكما سوف تنافش بالتفصيل في الفصلة 11. فقد
كان بعث عور الشركات الوصول إلى تصاميم أفضل لخطف الخيارات من شأنها أن تخافل
القدرة ذاته من الموافز يتكالها أصفر جداً، غير أن عناصر ثمار أنها المصادفة الضبعة الشباة
بين طبات خطف التدويضات التي عمدت الشركات إلى استخدامها لم تكن واضحة وشفافة
على النحو الكابية الانتضاح حقيقتها كدويضات غير منصفة وغير مسوفة، وباختصار ظفد
تمكن المديدون من استضائل التوجه العام لدى حملة الأسهم نحو زينادة حساسية الأجر
حتى ولو كانت تقوم على خطط مقاوطة - ليحسفوا على مقادير غير مسيوفة من التدويضات
الني ثمثان بدوجة كيورة من الاستغلال من أدائهم الذائي.

وسن جهة أخرى فإن الازدمار الذي شهدته سيول الأسهم ألقاء النسمينيات شكل بدوره عاصلاً مهماً ثانياً مسر بلا خدمة مصالح الديريس. لقد كانت نمويضات الديرين تاريضها. ولا تنزال إلى اليوم. مرتبطة ارتباطئاً مياشراً بالقهمة السوقية لرأسى مال الشركة. مديرو الشركات التي تملك رأس مال أكبر في السوق بمصطون عادة على تعويضات أكثر ارتفاعاً²⁶. وهكذا فإن النمو الكبير الذي شهدته سوق الأسهم في التسعينيات، والذي فاص ليموّم الكثير مـن الشـر كات ذات الأداء النسبيت ضوق سطح الماء، قد أعطى معظـم الشركات مسوغات مقتمة سمحت بتعرير زيادات ضفعة في الأجور.

وبالإضافية إلى ذلك فإن المستمريين وغيرهم من الأطراف الغارجية المنبة الأخرى
يعتمدون دون على المعوم حساسية أقل إزاء ترتيبات الأجور الفرطة والشوهة أثناء أوقات
الازهمار التي تحقق فيها الأسواق نمواً سريباً، وهكذا فإن السبق العساهدة أثناء التسبينيات
الازهمار التي تحقق فيها الأسواق نمواً سريباً، وهكذا فإن السبق العساهدة أثناء التسبينيات
قهود السخط واعطاء الديرين ومجالس الإدارة هامنياً كهيراً من المحرية لنفع أجور الديرين
أكثر فاكثر نعو الأعلى، وبسيارة أخرى يمكن القول إن ازهمار سبق الأسهم قد لعب دوراً هاعالاً
أكثر فاكثر نعو الأعلى، وبسيارة أخرى يمكن القول إن ازهمار سبق الأسهم قد لعب دوراً هاعالاً
فضإن حملة الأسهم عندما يرون أن قيسة استثماراتهم ماضية في انحدار شديد نعو الأستل.
يصبحون يطبيعة المال أكثر شفقاً بمتابعة أداء الجهاز الإداري وأقل استعداداً للتفاضي عما
يحرون فيه (بحسق أو يغير حق) تجاوزات من قبل ذلك الجهاز، ولهسى من فيهل المسادفة أن
التراجمات الكبيرة في أسواق الأسهم كثيراً ما يتبعها إصدار قوانون جديدة تعمل على وضع
حد للمعارسات التي ينظر إليها عموماً على أنها تجاوزات من قبل أن اسعاب المناصب "ح. ومن
عنا فإن نوفف أجور الديرين منذ المام 2000، عن الاستمرار في تصاعدها السريع يرجع إلا
جزء منه أيضاً إلى بعض انتشاديد الذي طرا على قبود السخط.

تفسيرات بديلة للعقود غير الجدية

مسوف نأتي بها الفصول القادمة على مقاشفة العديد من سياسات التمويضات المعتلفة التي تبدو غير مجدية ويذلك أيضاً غير متوافقة مع التماقد القائم على مطال الدراج. وتلك السياسات تنفق بالقابل منع سية أربو سلطة الديرين. ولكن قبيل أن نفتقل إلى الدفوس بها تلبك السياسات نود هنا أن نناقش اثنين من التقسيرات البديلة لسياسات التمويضات غير المجديدة. وأن نسلط الضوء على الاختلاف بين الاستتناجات والتوقسات التي تنبش عنهما وتلك التي تنبش من سيفاريو سلطة المديرين.

المايهر والتقاليد

لاشك أن التزعة الطبيعية للالتزام بالعابير والتقاليد السائدة تترك أفرها على سلوك الأشك أن التزعة الطبيعية للالتزام بالعاملير والتقاليد السائدة تترك أفرها على سلوك القالديد من الهاحتين لم شؤون القالديد من الهاحتين لم شؤون على معهد فاتون الشسوكات وكذلك أيضاً على صعيد حاوكمة الشركات وكذلك أبضاً على صعيد حوركمة الشركات الديرين. قد يذهب اليعض إلى الحجة التي تقول إن التعويضات غير المجمدة التي تقول إن التعويضات على المجمدة التي تقول إن التعويضات غير المجمدة التي تقول إن التعويضات تقدم مجالس الإدارة تميل بطبيعة السال إلى انباع سياسات تتسجم إلى حد بعيد مع السياسات تقدم المدالية السياسات تقدم المدالية المسائلة المسائلة المدالة المياسات تقدم المدالية المياسات تقدم المدالية المياسات تقدم المدالية المياسات تقدم المدالية المياسات المدالية المياسات تقدم المدالية المياسات تقدم المدالية المياسات المدالية المياسات تقدم المدالية المياسات المدالية المياسات المدالية المياسات المدالية المياسات المدالية المياسات الم

إننا نققق مع وجهة النظر التي تقول إن ايل إلى الالتزام بالعابهر السائدة قد يلعب دوراً فاعلاً في قوارات مجلس الإدارة بشأن تعويضات الديرين. لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة مسوف بيدون استعداداً أكبر للمصادقة على ترتيسات الأجور الشابهة لتلك التي تتبناها الشركات الأخرى. طعاق الرء بركب الجهاعة لا يتطلب منه ذلك الجهد الكبير في التعليل والنفسير والنسويغ، ولا يتطلب منه تلك الدرجة من الثقة بسلامة حكمه الشخصبي. مثل ما قد تقطلب منه معاولته شق طريق جديد.

ومن مشاطران التمويضات ومجالس الإدارة تتأثر جميعها بالنزعة الطبيعية إلى الالتزام «بللمايير السائدة» أو على الأفل إلى الطهور بمظهر من يلتزم بتلك المايير.

إن الذرعة إلى الاكتزام بالمايير تجمل أي تنيير بلة الوضع الرامن - أي انتقال من توازن إلى أخسر - بسبر بإيقاع أبطأ من الإيقساع الذي كان سيسير به يلا حسال غياب نلك النزعة. وتطهور ترتيبات الأجوز بتباطأ بالنصل ويتحول إلى عملية شانكة ومطاطة بفعل ميل لجان التموينسات إلى الالتمساق بالترتيبات التقليدية الرائجة ومقاومتها لمساولات الانحراف بعيداً عن سياسات الأجوز السائدة.

على أن النزعة إلى الاكنزام بالمايير لا يمكنها أن تقدم تنسيراً للسبل الني سلكنها ترقيبات التعويضات عاد تطوراتها السالفة. كما إنها عاجزة أيضاً عن التنبؤ بالتطور السنتيش لثلك الترقيبات. إن المطالة التاجمة عن البل في الالتزام بما هو سائه تنبئ فقط بأن الانتقال من قـ وانن إلى أخـر سوف يكون تدريجهاً وبطيئاً. لكلها لا تستطيح أن نقسر وصولنا إلى النوازن القائم ولا أن تتكهن بطبيمة التوازن الجديد. الذي ستؤول إليه الحال مستقبلاً.

إن فساذج تعويضات الديرين تتغير بوجه كيير مع الزمن. بعض السياسات التي سوف تأتي على مفافشتها بلافصول فادمة لم تضرح إلى النود. أو لم تكتسب أمميتها الكبيرة. إلا أتساء العقد فلافسي. والمطالة الفاجمة عن فايل إلى التزام المايير لا يمكنها أن تضرنا الكبر حول الأسباب التي دفعت بترقيبات الأجور إلى السير بلاهذا الاتجاه دون سواء.

إذا أورنـا أن نقدم توصيقاً شاملاً لتعويضات الديرين فإن عليقا أن نربعا فرضها التزام الماها التزام الماها والتقاليد مع واحد ذمن التظريف الأخرى كلظرية التعاقد على مطال الدراع أو نظرية سلطة الديرين. إن أي نظريـة تجمع التزام الماهير مع سيتاريـ والتعاقد على مطال النزاع سوف تتنيا لقوى السوق بالدور الأمم في تحديد مساو تطور ترتببات تعويضات الديرين وإن كانت سنتشرف لتزعه التزام الماهير بدورها في قبطيء ذلك التطور. وتبعاً غلل هذا التموذج ضيان الظروف التنفيرة تجمع التوانين القائم بيدو أشل جدوى من وقت إلى أخر، وعقدها فإن شهر السوق سوف تعمل على دفع مجالس الإدارة إلى تبنيي ترتبيات تبدو أكثر جدوى في ظل التطرف الماهير تصول دون التكيف الفوري مع ظل التعاليد التحول وين التكيف الفوري مع في التجاف الذي يضمن زيادة الجدود، بحيث يتم

وخلافاً لذلك فإن الانطريات التي تجمع نزعة الاتزام المعايير مع سيناريو سلطة الديرين تقياً بأن تطور تعويضات الديرين لا بد أن يكون معكوماً، جزئياً على الأفل، بنزعة الديرين إلى الاستثمار بالكناسب المجانية. وعندما تخلق الطروف التنيرة فوصة جديدة اللاستثمار بمكاسب مجانية إضافية. أو التمويه الكاسب الراهنة على نحو أفضل. فإن الديرين سوف يسمون على الفور إلى استقمال تلك الفوصة. أما المطالمة الناجمة عن نزعمة الالتزام بالمايم بطبيعة الحال بلا الاتجاهات التي تحدم مصالح الديرين لتمكس بذلك فدرة المديرين على ان يؤثروا بلا أمورهم بأنفسهم. <u>124</u> أمر دين أواه ____

ينيني أن نؤكد هنا أن نشاريس تعريضات الديرين ليست نابتة مع الزمن ولا عصية على التغيير. إن العديد من المعترفين الوهوبين "من مستشاري التعريف اتى إلى وكلاه الاضرائب، يمتعلون دون كال أو ملل على تطويسر وضيط وأمطة ترتيبات جديدة لأجور المديريس. لينتقلوا بعد ذلك إلى المعل على إدخال نلك الترثيبات الجديدة هيز التقييد سوف تنافش إلا الفصول القادمة طيفاً من سياسات التعريضات الرجع أنها غير مجدية لكنها معبهة إلى هوب الديرين، التي تطورت وانتشرت بسرعة كبيرة أثماء المقد الماضي أو ربما أشاء العقدين الماضيين. كذلك سوف تفاقش بعض مفترحات التطوير التي من شأتها إن تقود إلى سياسات أجور أكثر جدوى. التي تم طرحها أثماء الدنة داتها وشكات مادة غفية لكير من انتقاشات. لكنها لم تتمكن من تثبت جنورها على أرض الواقع.

منا الذي جمل الشركات تتبنى بـكل سهولة الإيداعيات الجديدة التي تعفيق لها هوب المديرين. وتوصد أبوابها بالقابل ب\$وجه الإيداعات الأخرى التي لا تووق لهؤلاء؟ إن المطالة الناجمة عن الهل إلى الالتزام بالمايير السائدة. بها افترائها مع سيتاريو الاتعاقد على مطال الدراج. لا ينبغي لها على الإطلاق أن تقود على نحو مفهبي إلى نتائج معابية للمديرين. بهد أن توجه التفهير بها اتجاه معابلة الديرين ينسجم على كل حبال مع عطالة النزام المايير

الأخطاء وسوه الفهم

هفاكات تقسير طييعي أخر العقود التعويضات غير الجدية؛ الخطأ البشري. حتى يلا معيسط القنمسادي نموذجبي يتعاوض فيه معتلو الشركة على مطال الدنراع، تقودهم يلا ذلك دواقع حقيقية الخروج يتنالج مجدية، لا يجوز ثنا أن نفتل حقيقة أن هؤلاء معرضون شأتهام شأن غيرهم من اليشر لارتكاب بعض الأخطاء، قد يسيؤون الفهم، قد يغطئون يلا المساف، قد يخطئون يلا التقدير، وهم أيضاً عرضة للوقوع تحت تأثير مصادر المطومات المتساؤة، وهذه الثفرات البشرية قد تتضافر القدود إلى تبني عقود تعويضات غير مجدية. وقد أشار أحد الراقبين إلى هذا التفسير البديل لسرزم التمويضات غير البحدية مستخدماً عبارة ، المبافة البريانية، 92 للوضوف على تقويم موضوعي لهذا التفسير القائم على أساسى الأخطاء البشرية علينا أن تقدهمس أولاً موسة أولك الأشخامس الذين يرتكبون تلك الأخطساء. أحد سيتار يوهات هذا التفسير يقوم على افتراض أن جميع الأشخاص العنهين بعملية تحديد الأجور -بمن فههم الديرون، ومستشاروهم، وخبراء التعويضات- مشتركون مما يلا ارتكاب الأخطاء. لكن نفسيواً كهذا يبدو غير معقول على الإطلاق ولا سهما بالنظسر إلى ديمومة سياسات التعويضات غير المجدية التي سنأتي على مناقشتها فهما يلي.

إن الشكلات التي سنة وم بمنافشتها ليمت بالمقدة ولا بالصعيدة التي تستصيى على الفهم. ومن غير المقول أن تكون قد طلت غائبة عن مدارك الديرين ومستشاريهم الحدقين النهي بتقاضون أجوراً ضعفة لقاء ما يقدمونه من خدمات استشارية. وفضلاً عن ذلك قإن سيناريو الأخطاء الجماعية هذا يعجز عن نسويغ حقيقة أن مظاهر الانمراف عن التعاقد على مطال الدراع نصب جميعها على نحو منهجي في خدمة مصالح الديرين. إن «الممافة الديرين وأخرى يلا انجاء للا روق نهم.

بة سيناريسو أخسر من سيناريوهات «الحماقة البريشة». يمكن وصفه بأشه أقرب بعض الشهرة إلى الواقع، يتم تسبيناريوهات «الحضاء المستقلين بة مجلس الإدارة الذين لا يميرون القسرة والى الأعضاء المستقلين بة مجلس الإدارة الذين لا يميرون القسرة المستقلة بالتمويضات إلا القليل من وقتهم: إذ ليس تهم فيها الكثير مما يضمرونه أو برجونه. قد يزعم بعضهم أن مؤلاء لم يتمكنوا من الوقوف على حقيقة بعض الثفرات بجساسات التمويضات التني سوف نأتي على منافهتها لاحقاً. بة رد له على دراستنا السابقة، ومن شمّ بلا مقالة لاحقة اعدها بالنماون سع بداين هول. ضحم كهفن محريلا تصبيراً من هدا القبارات التمام معيناويو الكفة المدركة» لقاهم و انتشار خطط القبارات التناهرة بالرحة من عوديها البادية الميارات

إنه لأمر محيرٌ من وجهة نظر التعاقد على مطال الذراع. كما سوف نوضع بهّ العصل 11. أن خطط الخيارات انتقايدية لا تعر إلا القليل من الاعتمام لفكرة ارتفاعات أسعار الأسهم _ أم يوزيار ____

العائدة (هي الموركة العامة للسوق أو لعقل العمل العني، يذهب عنول ومورية إلى الزعم العائدة إلى الزعم العائدة المسادة المسادة التقليدية بسبب عندم إدراكها للكلفة الافتصادية العقيقية التي تترتب على ثلك الخيارات بالنسبة لحملة الأسهم، فطراً الإمكانية تقديم الخيارات القيارات التقليدية ومن أي إنفاق نفدي، ولكونها لا تتطلب أي أعهاء معاسبية، فقد جديد تلك الخيارات أيل مكلفة وفق مزاعم مورية وهول. الأمر الذي جعل مجالس الإدارة كغيارات غير مكلفة وفق مزاعم مورية وهول. الأمر الذي جعل مجالس الإدارة تعيارات غير مكلفة وفق مزا الخيارات قبل سواء. ومن جهية أخرى فإن الخيارات التي تهتم بفائزة ثمار المسادقة، وبالارغم من أنها تمتاز على الخيارات أكثر كلفة أن الخيارات منقوسة ثمار المسادقة تعرض على الشرارات أعياء معاسبية إنساقية.

إنت انشك بلا أن أحضاء مجالس الإدارة بمكن أن يكونوا بالقمل قد هنئوا بلا إدراك أن النف الدهنا من المساورة بمكن أن يكونوا بالقمل قد هنئوا بلا إدراك أن النفيارات التقهيم الذين يتأملون بحسرة وأسى فيسارات السقية القدمة للعديريين. كذلك فإننا نضاك أيضاً في تصويرين كنالك فإننا الشيارات السقية القدمة للعديريين. كذلك فإننا الشيار أن المضاورة المنازا غير مدركين لحقيقة أن كلفة الخيارات الانتقامية بالتنبية لحملة الأسمة القوق بوضوح كلفة الخيارات التي بعنى بفائرة ارتقامات أسمار الأسهم التابهية عن عوامل منفسلة تهاماً عن الجهود الذي يدنها الديرون. لكن المساورة التي نفل بلا المجلس حوطل الرقم من أن العديد منهم هم يلا الوقت ذاته مديرون تثنية بين أو شخصيات بارزة بلا عالم في المارك أن مساورة بلا عالم المتاب بارزة بلا عالم في ذلك أن مستقاري التعويرين الإدراك المتهادية. دعونا تنشرض المؤلفة المقهاد للجهارات الامتهادية. دعونا تنشرض في ذلك أن مستقاري التعويشات بدورهم قد تمنز عليهم تعريف الأفضاء بتكاليف كلك النفيارات الامتهادية دعونا تنشرض النفيارات الامتهادية دعونا تنشرض المؤلفة المتهادية بمكن القدول إن المباس بشرقية أسمن الأموال دليلاً إضافها على مسعة سيناريو النفاطس من قبل أعضاد البيس بشرق بلا يمكن أن بحل معل ذلك السيناريو.

كمنا سينق أن أوضعنا من قبل فإن هناك العديد من الأسياب التي تقسر هثل مجالس الإدارة بالأفرضي ترتيبات تعريضات تضمن خدمة مصالح حملة الأسهم على النحو الأمل. هأعضاء مجلس الإدارة لديهم لل الفالب دواضع مالية وأخرى غير مالية تحقيم للسعي إلى إرضاء الديبر العام أو على الأقل لتجنب ما من شأت أن ينضبه. وحتى لل حال غياب تلك الدوس العام أو على الأقل الجلس الدواضع فإن هناك جهلة من العواصل الاجتماعية والنفسية المرجع أن تقود أعضاء المجلس بالتقرون إلى محاباة الديرين التقيذيين. وبالإضافة إلى هذا وذاك شيان أعضاء الجلس يفتقرون إلى الوضت الكلية والمطوحات اللازمة للبحث لم ترتيبات التعويضات البديلة الأكثر جدوى ومفاقضتها مع الديرين التقيذيين، وأدراكهم الخاصل تكلفة الخيارات يقدم بحد ذاته مثالًا يعبر خير تغيير عن ذلك الشكلة.

بالنسبة للمديد من الأغراض قد لا يهم على الإطلاق ما إذا كانت سلطة الديرين على تعويضاتهم الشخصية نابعة من مرونة مجلس الإدارة أم من سذاجة أعضاء لتجلس. سواء كانت الشكلة مشكلة محسوبهات واعهة. أو حماقة بريئة، أو مزيج من كلا الالتين مماً، فإن النقطة الهمة هنا هي أن أعضاء المجلس كانوا مستعدين إلى حد ما للمصادقة على ترتيبات خوارات تحابي المديرين على حمله الأسهم.

لكن فيسا يخص بعض الأغراض الأخرى -كفرض تطوير ترتيبات التمويضات على سبيل الثال -قد يكون بالقابل مهماً جداً أن نميز ما إذا كانت المقود غير الجدية نابعة من المعمودية المراقبة المراقبة المراقبة المراقبة المراقبة المراقبة المحاودية المحاودية المحاودية الإدراك الخاطئ هو المتبع الوحيد لما شهد شاه به الخاطئ من التماد عن منطق التماودية على مطال الذراع - على سبيل المثال الكان بمقدود المراقبين الخارجيين أن يصححوا التصويات الفلوطة بكل بساطة - عبر إيضاح الأمر لأعضاء مجالس الإدارة ، أو عبر ترويد هؤلاء بمطومات أكثر مسحة وشمولاً - ومنولاً إلى ترتيبات المدينة المقدوس بلوغها لم تقاوض مثالي على مطال الذراع .

 عديدة أخرى ليس من السهل أن تجد التفسير الكفهل بإزاحتها عن الطاولة. فإساءة الفهم والتقدير لا يمكنهـا أن تقسر علىسيل الثال مثابرة الشـر كات على تقديم يوامع التقاعد وقروش الديريين بطر التي تبدو كأنها فد مسهت خصيصى بعيث تمي الأعين عن حقيقة حجم التمويضات.

شم لـ و فرضنا أن الديريـن لم يكن لهم أن يؤشر والية أجورهم. وأنهـم كانوا يستغيدون بيساطـة مـن سوء النهم والتقدير لـ مى أعضاء مجالس الإدارة، لــا كان لنا أن ننوقع وجود أي وجـه من وجود الترايـط بين أجور الديرين من جهة وما يتعنبون به من سلطة ونفوذ من جهـة أخرى. لكن، وكما سنوضح لية الفصل القــادم، هناك دلائل قوية تشهر إلى وجود هذا الترايـط. إن ما تقدم يشهر بقوة إلى أن مهـل أعضاء مجالس الإدارة إلى مصاباة المديرين. وفيس بيساملة إدراكهم الخاطئ، هو العامل الذي لمب الدور الأكثر أمعية لمة تمديد ممالم ترتبلت التعويضات.

6) العلاقة بين السلطة والأجر

إننا لنجد أن تمويضات الدير العام ليلغ سويات أعلى عندما ... يكون أعضاء الجلس الخارجيون معينون من قبل الدير العام بالد.

من دراسة شهرييية أجريت ية الطو 1999). من قبل جون كور وروبرت هواتها وزن وديليد لاركر

يتمت الديرون العامون عبادة في الشركات ذات الملكية المؤرسة، التي لا يملك فيها أي من المسمين ما يكتبي من الأسهم للندخل في المستع القرار، بقد كاف من السلطة والنفوذ يتيج لهم المسمين ما يكتبي من الأسهم للندخل في صنع القرار، بقد كاف من السلطة والنفوذ يتيج لهم المحصول على تعويضات أعلى وهامل حرية أكبر مصا تسمع به الترقيبات الثائمة على مطال الدروس بأن إن الأجور لا يد أن تكون المحروس بأن إن الأجور لا يد أن تكون أعلى معابلة للديروس بأن إن الأجور لا يد أن تكون أعلى مسابلة للديروس بأن إن الأجور لا يد أن تكون أعلى وهامية والمنافز أن المحالمة المحروس بأن إن الأجور لا يد أن تكون أخطر والمنافز أن المحالم الأخرى بالقية جميمها على عالها المان الديرين بملكون سلطة أكبر عندما (1) يكون مجلس الإدارة ضعيفاً أو غير فاعل (2) لا يكون مين المسهمين من بملك حصة كهيرة من الأسهم، (3) يكون إسهام المستمرين المؤسسانين ضعيفة، (4) يكون الديرون محصفين عصصفين أن الديرون على النحو الذي يتبأ به النحابل القائم على سلطة الديرون.

قوة مجالس الإدارة واستقلا ليتها

بالرغم من أن للدير العام يملك مموماً القدرة على التأثير في مجلس الإدارة. فإن درجة تأثيره تختلف من شركة إلى أخرى ثيماً للقوة النسبية التي يتحتع بها الجلس. تشهر الوقائم التجريبية إلى أن الديرين المامين يحصلون على ترقيبات أجور أكثر محاباة كلما كانوا أكثر فوة ونفوذاً مقابل مجالس الإدارة.

وعلى الغالب فإن قوة الدير العام وسلطته تتعاظيان بازدياد حجم مجلس الإدارة: إذ إن مجاس الإدارة الكبيرة تفققر إلى التعاسيك لأن «السؤولية» تضيع بيساطة بين ذلك العدد الكبير من الأعضاء فلا بشعر أي منهم بالدافع المتهنجي كتركيز اهتمامه على شؤون الشركة برجه عام وعلى ترنيبات الأجور بوجه خاص. كذلك فإن أعضاء الجالس الضخمة أقل تأثراً المحتفظة الأوساط العامة. فكاما انبع حجم الجالس أكثر أصبح نوجيه السخط نعو عضو بعينة أكثر صعوبة بالنسية للمواقبين الخارجين. وبالإشافة إلى ذلك عنها الأعضاء الدين قد يفكرون بلا التصدي للدير العام. فيها يخص تعويضاته أو غيرها من التضايا سوف يجدون صعوبة أكبر طبح غالبية الأعضاء وكسب تأييدهم كلما كان المبالس أكبر وأكثر تشتأ. هذه الأسياب مجتمعة تعطي الديرين بلا الشركات ذات المبالس الفيور واكثر تشتأ. هذه الأسياب مجتمعة تعطي الديرين بلا الشركات ذات المبالس المستخدة عموماً فلزيد من السلطة والنفوذ وتزيد من فرصهم بلا الطفر بترتيبات أجور أكثر المساحة المبارة فيها أكبر كلما انسع حجم مجلمي الإدارة أكثراً ويسمورة مشابهة فقد كشفت داسه فياء دياهيد يرماك أن حساسهة الأجور للأداء تتراجع بدورها أيضاً مع ازدياد

كذلك فإن وجود أعضاء يشغلون لج الوقت ذاته عضوية الديد من الجالس - ويوزعون المتامه من ثمّ على الضايا شركة المتامه من من تركيزهم على قضايا شركة بينها من شركيزهم على قضايا شركة بينها - من شأنه أيضاً أن يسهم جازيات الاقترات النسبة العدير العام أ. ويموجب ذلك فإن التوقع أن تكون ترثيبات الأجبور أكثر مصاباة للمدير العام كلسا ازدادت نسبة أعضاء المبلس الخارجين الذين يتمتون بعضوية مضاعفة في مجالس إدارة العديد من الشركات. وبالفحل فإن الدراسة التي قام بها كور ومولتهاوزن ولاركر نسوق وقائح تجربيهة تقفى تماماً مع هذه الدراسة التي قام بها كور ومولتهاوزن ولاركر نسوق وقائح تجربية تقفى تماماً العامل الأخرى، مع الاعلام ترداد الأعضاء الخارجيين الذين يتمتون بمضوية مضاعفة الإلام من مجالس إدارة الشركات الأخرى، الأكثر من مجالس إدارة الشركات الأخرى، أن

ومن جهة أخرى فإن الدير العام الذي يشتل بقا الوقت ذاته منصب رئيس مجلس الإدارة من التوقع أن يتمتع بمزيد من القوة والتفوة . رئيس مجلس الإدارة يدير اجتماعات الجلس ويحدد ثلثك الاجتماعات جداول أعمائها، ومن هنا فإن من غير الفاجئ أن نجد الديرين العامين الذين يشتقون بقا الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس أقل تعرضاً لخطر الإقالة على يهد المجلس بسبب ضميف الأدارة . لذلك فإننا نتوقع أيضاً أن الدير الصام الذي يشتل بقا الوقت ذاته منصب رئاسة المجلس صوف يحصل على ترتيبات أجوز أكثر معاياة، وبالقعل ضبان العديد من الدراسيات التجريبية تطمن إلى أن تعوضات الديس العام تهدي ارتشاعاً وانشاعاً .

كذلك فإن وجود الأعضاء الذين تربطهم بالديسر العام علاقات شخصية. أو الذين يستشصرون شيئاً من الواجب أو الديونية تجاه الدير العام. قد يزيد بدوره أيضاً من سطوة الديسر العام ونفوذه. تين الدراسات أن أجور الدير تكون أهلى. وحطوظه لج النوز ببعوائز الهبوط اللطيف ببعظلة ذهبية-أوهر. كلما ازداد عدد الأعضاء الخارجين الذين تم تعيينهم لجا المجلس أثناء عهده – والذين قد يشعرون تجاهه بدزيد من مشاهر الموطان أو الديونية". وبحسورة مشابهة نجد أيضاً أن حساسية أجور الدير العام لأداء الشركة تضعف كلما طائل. عهد الدير لج منصبه – أي كلما ازداد احتمال تبين أعضاء المجلس لجاطل واينه".

وبدوره فإن تشابك عضوية المبالس من شأته أن يزيد أيضاً من قدرة الدير على التأثير لها مجلس الإدارة. كذلك فيإن تشابك العضوية على مستوى الديريس المامين - أي عندما يكنون مدير عام الشركة أ عضواً لها مجلس إدارة الشركة ب. ومدير عام الشركة ب عشواً لها مجلس إدارة أ- يزيد من سلطة كلا الديرين على مجلس إدارة الشركة للتي يديرها. ولها توافق تام مع توقعات سيفاريو سلطة الديرين تهين الوقائع أن أجور الدير العام بُندي ارتفاعاً واضعاً لها الشركات التي تضم مجالس إدارتها أعضاء متشابكي المضوية.

وبالانتقــال من المهلس إلى لجنة التعويضات نجد أن تركيبة فيقة التعويضات تؤثر بعد ذاتهــا به بنية منظومة أجور الدير العام على النحو الذي هنترضه وجهة النظر الفائمة على سلطة الديريس. أولاً: أجور الدير العام تزداد يوضوح عندما يكون رئيس لهنة التعويضات قد تم تعيينه به ههد الدير العام ذاته ¹⁰. ثانياً: حساسية الأجر للأداء تضعف يوضوح عندما <u>132</u> ام ووذاه ـ

وجود حملة الكتل الخارجيين

إن وجنود السهسين المغارجين الذين يمكنون كللاً صفعة من أسهبم الشركة لا بد أن يكون له أثره على حجم ما يثمنع به الديرون من قوة ونفوة . فالسهم الذي يملك كللة كبيرة من الأسهم لديد دوافع قوية لرسد تصر كات الجهاز الإداري ويثل المزيد من الجهد من أجل تقليمس حرية الديرين بلا انتهاز فرص الكسب على حساب رأس السال السهم. ومثل هذه الدوافع يصسب أن تتوافز عندما تتشت كللة الأسهم ذائها بين عدد كبير من السهمين أ¹. وصن هذا هيان سيفاريو سلطة الديرين يتنبأ بأن وجود مسهم يملك كلله كبيرة من أسهم الشركة . حتى إن لم يكن يستصوذ على الحصة التي تخوله الشاركة بلا صنع القرار، سوف يضعف من قدرة الديرين على الاستثنار بترتيات التحويضات العابية.

وقد تعززت صحة هذه التوقعات عبر دراسة كشفت أن هفاك، علاقة سليبة بين حجم ملكية كبير السهسين لج الشركة من جهة وتعريضات الديبر العام من جهة أخرى، وقد خلصت الدراسة إلى أن وجود مسهم يملك حصسة من الأسهم تعوق ملكهة الدير العام من أصول الشركة بخفض تعريضات الدير العام وسطهاً بمقدار 5 بالفاقه ¹⁸. كذلك فإن دراستين أخريين قد عنينا باستكشاف أثر وجود مسهم كبير (باستثناه الدير العام نفسه) يعلك كلة تقوق 5 بالمئة من أسهم الشركة على تعريضات الدير العام. وقد خلصت كلنا الدراستين إلى

وكسا هو متوقع فقد وجدت ظك الدواسات أيضاً أن الأجر يبدي حساسهة فكل للأداء بها الاستركات التي تعتقر إلى مسهم خارجين يستعود أكثر من 5 بالله مين أسهم الشركات إن مين الفهيد أن توضع منا أن سهناريو التعاقد على مطال العزام لا يعكك تفسيراً على هذه الملاقـة. فمشكلات التوكيل غالباً منا تكون أكثر حدة في طل غياب حملة الكثل الخبار جيئ. لائلـك فإن نموذج التماقد على مطال الدراع. إذا ما شاء إقسام نفسه في تمثيل حالة كهذه. لـن بسمه إلا أن يتوقع أن مجلس الإدارة سـوف يذهب في هذه الحالـة إلى زيادة حساسية الأجر للأداء بنية تمييد مشكلات التوكيل المتناضة.

كذلك من الفيد هذا أن تنظري إلى دراسة تجريبية إبداعية قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليش وقدمنا هيرها إثبانا إضافها على أن أجور الديرين أقل حساسية للأداء في الشحر كات التي تفتقر إلى المعهمين الخارجيين الكيسار ⁷¹. اهتمت هذه الدراسة باستكشاف ما إذا كان وجود مسهم يملك 5 بالشة (أو أكثر) من أسهم الشركة يؤثر بوجه أو بأخر في احتسال وألية حسول الديرين على تجويضات مجزية لقياء «الحظ السعيد» في جزاله تطورات إيجابية في أداه الشركة لا يد فهم فيها، وقده وجدت الدراسة أن الديرين العامين في الشركات التي تفتقر إلى السهمين الخارجيين الكبار مع بالقمل الأوفر حظاً في الحصول على ظلك «الكانافات القائمة على الحظه، وفي دراسة أخرى كشفت الإباحثان ذاتهما عن أن الديريين العامين الكبار يشرضون لتخفيضات أمنين

إن الدلالات التي يقدمها السهوون الخارجيون كعنهاس لسلطة الديرين لا تتوقف على وجود المهم الخارجي الكبير أو غيابه، وإنما تتعلق أيضاً بعصه المستمرين الموسساتين من أسهم الشركة، بالوغم من أن الستتمرين الؤسساتين لا يسيلون عادة إلى التفازع مع البهاؤ الإداري حيول فضايها الأجور. فهم عموماً أكثر تُقطّأ وحدراً من الستثمريين الأفو اد الذين نادراً ما يجتمع لأحدهم ما يستحق العناء من أصول أي من الشركات التي يستثمر فيها.

بلا دراسة تفاولت شركات إص فا به أثناء النسمينيات وجد جي هاونزل و لاورا سناوكس أن زيادة تركيز اللكيه المؤسسائية نظود لهى فقسط إلى خفض تعويضات الدورين وانما أيضاً إلى أجور أكثر حساسية للأواء ¹⁹. فين هذه الدراسة التجريبية أن وجود المستادرين المؤسسانين بغيد بلا خفض الأجور الزائدة وكذلك أيضاً لا تعليص هامش التراخي والإممال عند الديرين، تذهب دراسة أخرى قام بها بارتيبان دبليد و راوول كونشر و إدوارد ليفيتاس

إلى النعيهيز بين طائفتين من السهدين الأرسسانين. تضم الطائفية الأولى أولك الذين لا تربطهم بالشركة أي علاقيات عمل أخرى ولذلك طبان فتنامهم يتحصير فقطاية قهمة أسهم الشركة (مؤسسات ومقاومة الضفطة). أما الطائفة الثانية فنضم الأوسيات الني ترتبط بالشركة بعلاقات عمل إضافه (كاوارة صفدوق التقاعد مثلاً). الأمر الذي يجملها عرضة الثائر بالضفوط التي قد تمارسها إدارة الشركة (مؤسسات وحسات الضفطة). وكما تعهد تعبوات سيفاريو سلطة الديرين فقد تبين أن أجوز الدير العام نبدي ترابطاً سليها منع حصة المستدرين المؤسسانين المقاومين للضفط وترابطاً إيجابهاً مع حصة المستدرين المساسية المستدرين المساسية المستدرين المتعارين الشفط وترابطاً إيجابهاً مع حصة المستدرين المساسين للشفطة.

الحماية المضادة لمحاولات الاستيلاء

صحيح أن يورصة حكم الشركات -التهديد الثائل بة مصاولات الاستهاد الخارجية -تفتصر إلى القروة اللازمة للعياولة دون الانصراف عن التماقد على مطال الداراع. إلا أنها تقرض مع ذلك بعض التهيد على نزعة الديرين إلى الاستثنار بترتيبات الأجور المعايدة وقدرتهم على تحقيق ذلك. وتهماً فهذه الروية فإن من الرجع أن ترتفع تعويضات أصحاب التاصب وتتراجع حساسها للأداء أكثر فأكثر . كلما ازدادت الحصائة التي يتشمون بها بيًا مواجهة معاولات الاستهلاء الخارجية.

بهنت دراسة قام بها كهنيت بوروكوفهنش و كهلي برونارسكي و روبرت بارينو أن تعريضات المديرين العامين تبدي بالنمل ارتفاعاً واضعاً عتب إقر از شركانهم بقوداً مضادة لمعاولات الاستهلاء - أي أمكاماً تقلل من انكشاف الديرين العامين على خطر الفاهسة عبر عروض الاستهلاء الخارجية ²¹. وهذه الحقيقة عصبة على التصير ضمن إطار نموذج التعاقد على مطال الخزاج: إذ إن زيادة مصافة الناصب ينبقي أن تصود منا إلى خفض أجور الديرين بما يتقاسب مع تراجع هجم تكاليف الخاطرة²².

كذلك فقد كشفت دراسة أخرى من أن الديرين العامين الذين يعصلون على الحسانة المرجود عبر تيني شر كانهم تشريعات مضادة لمروض الاستيلاء يممدون غالبياً إلى تقليص ملكيتهم من أسهم الشركة بلا انمكاس جلي لحقيقة أنهم ينظرون إلى ملكهة أسهم الشركة بلا القسام الأول كوسهلة للعمانك على مناسبهم ²³. هذه الطاهرة بمورها يتعذر تفسيرها أيضاً ضمسن إملار تموذج التعاقد على مطال الدنواج، ويلا الحقيقة فإن تموذج التعاقد على مطال الدنواج يقضى بأن نتوقع عكس ذلك تباماً. فيجلس الإداوة الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم ينبغي أن يدفع بالدير المام. بعد تحصيفه يتشريهات مضادة للاستهلاء، إلى توسيع رصيده من أسهم الشركة وذلك انطلاقاً من ضوورة الحفاظ على الحوافز التي تحث الدير إلى العمل على تمطيم فهدة وأس المال المعهم.

من الفيت أن تلحظ منا أيضاً أن الديرين الأقل الكشاطياً على خطر مروض الاستيلاء يعمدون عادة إلى الإفادة من سلطتهم بطرائق عديدة أخرى، هنالك العديد من الدراسات الشيءتين أن الديرين العامين عندما يحصلون على الحصافة المرجوة، عبر قوانين حازمة مضادة للاستيلاء أو عبر تضمين ميثاق الشركة بنوه أ مضادة للاستيلاء، يصبيعون أقل فأعليمة في عطيبة خلق القيسة التي يفيد منها حملية الأسهم⁵³، تين إحسدي الدراسات أن شراجيع خصوف الديرين على مقاصبهم من التهديد الماقي في خطير الاستيلاء يشرافق عادة مع تراجع واضع على القيسة أداء الشركة، وانحسار بإن هوامشي الربع، وانتفاض بإن معدل نصو الميمات 53، كما تشير الدراسية دانها إلى أن تحصين الديرين ضيد التهديد المائل بإلا معاولات الاستيلاء بترافق أيضاً مع زيادة واضعة بإنا حجم مكاسههم الشخصية وميل أشد. إلى سياسة التوسع الإمبراطوري.

هجة المديرين الجدد

لية انتشاد لمماننا السابق يسلط كيلان مورية الضوء على ظاهرة بزعم أنها تتنافض مع
ما بنين به سيناريو سلطلة الديرين²⁶. فقد وجد مورية أن الديرين المامين المهنين حديثاً
من خارج الشركات المنية يتقاضون لج عامهم الأول ما يقاوب ضعف ما يتقاضاه نظر الإهم
الذيب اوتضوا مناصبهم من داخل صفوف شركانهم، وحسب مزاعم مورية هاين وثلث
الديرين الخارجيين لم يضم لهم بعد امتلاك القوة والنموذ ليكون لهم ذلك التأثير الذاني
على أجورهم، الأمر الذي يضع تعويضاتهم المرتفعة في تقافض صريح مع الفرضية القائمة
على منطقة الديرين.

<u>136</u> أجر دور أدا. ـــ

غير أننا، وكما أوضحنا في الفصل 2، لا يمكننا أن نتوقع من مجالس الإدارة أن تتفاوض على مطال ذراعها حتى مع مرشح خارجي لنصب الدير العام: إذ لا يمكن إغضال حقيقة أن أما أعضاء الجلسية تقاوضيها المجلسة المنافقة الله المجلسية المنافقة ال

إنتنا نفق مع مسورية بوجه أو باغر على أن الرشعين الخارجين لتنصب الدير العام الإسكنون من السلطة والنفوذ التأثير في أجورهم السنتيئية الرعبية سا يمكنه نظر اؤهم المرسون الداخليون، وسيتاريبو سلطة الديرين بفترض بالقسل أن الديرين ذوي النفوذ الأشعد غينيني أن يعصفوا على تعويضات أقل محاباة من تلك التي يطفر بها نظر اؤهم طريق النفوذ ذوو النفوذ الأفوى، إذا منا تساووا معهم في جميع الموانب الأخرى، غير أن الواقع يقول إن طريق النفوذ التي يعتبر بها مورية بين الرشعين الخارجيين والداخلين معتلفين بيساطة بي جميع تلك الموانب الأخرى، وسيتاريو سلطة المديرين لا يزعم على الإطلاق بأن السلطة على التي الموانب الأخرى، وسيتاريو سلطة المديرين لا يزعم على الإطلاق بأن السلطة على التي الموانب الذي يعدد أجود الديريين، هناك معايير شقصية عميدة -كقدرات المديرين ومن المرابعة الموانب المديرين. ومن المرابعة الموانب الماريين على المرابعة الموانب المنابعة الموانب على المرابعة الموانب على المرابعة الموانب على على الموانبة الموانب على على الأملاء الاضافية المؤانبة.

تمهال الشسر كات عمومياً إلى النماقد مع مديريهن من داخل صفوطها إذا ما تمكنت من إيجباد الدرشع الفاسب. وهي تقضل الديرين الداخلين بسبب إللام أعدهم بشؤون شر كله. وربما أيضاً بسبب علاقات واحدهم القائمة أصالًا مع أعضاء مجلس الادارد. وبالتنجية فإن 25 إلى 80 باللة من الديرين العامين يتم تميينهم داخلياً 27. ويقبل معانمة غالبية الجالس لترسيح دائرة البحث خارج حدود الشركة، فإن مجلس الإدارة لن يتعاقد عموماً مع شخصي من خارج الشركة إلا إذا كان ذلك الشخص يتنوق بوضوح للا متدراته على عموم المرشحين الداخليين، وبالنتيجة فإن المديرين الجدد المهنين من خارج الشركة يشكلون عموماً شريحة أكثر ضود، وفضلاً عن ذلك فإن المديرين الجدد المهنين من خارج الشركة كثيراً ما يكونون أصلاً مديرين عامين سابقين في بالتعريف لا أصلاً مديرين عامين سابقين في بالتعريف لا أصلاً مديرين الداخليون فهم بالتعريف لا يشتمون بمثل ذلك الماضي العريف، وأولفته المرشحون الخارجيون، الذين هم أصلاً مديرون والشيرية للا شركات أخرى، أما المرشحون الخارجيون، الذين هم أصلاً مديرون والشيرية للا ستثنار ببعض المكاسب المهانية، والشركات التي تأمل بالتعاقد معهم لا يد لها من أن تعريض عليهم منا يموضهم عن تلك بالدير الخاليسية الموالية المرشعين الدير أن هولاء ليس لديهم أصلاً أي مكاسب يضحون بها بتوليهم منصب الدير الصاد، ومن هنا فإن حقيشة أن الديرين الخارجيين يتناضون أجوراً أعلس من نظر الهم الديرة العلين لا تقدم أي حجة منافضة السيناريو سلطة الديرين الجورة أعلس من نظر الهم الديرين.

الصورة

إن الدراسات التجريبية العديدة التي أتيفا على ذكرها بلا هذا الفصل تتكامل جديمها لتعطي مسورة جلية واضحة، هناك دلائل تجريبية تؤكد وجود رابط قوي بين سلطة الديرين وأجوزهم. كلما كان الديرون يتستمون بسلطة أكبر، كانت تعويضاتهم تتطوي على الزيد من الحاباة.

وخلاهاً للغائبية المظمى من خبراء الاقتصاد المالي الهتمين بممالة تعويضات الديرين طقد استنتج بعض الباحثين من القائمين على تلك الدراسات أن الاستثنار بالتكاسب الجائبة يمثل ظاهرة استثنافية محمورة بها حالية الديرين الذين يشتمون بقدر ذائق من السلطة. فقيد خلصست برتراند ومليثان على سبيل الشال إلى استثناج مضاده أن مقاله من ميتشعد الزبيدة، من على وجه الحليب بها الشركات التي تفتقير إلى مسهم كبير يملك بعفرده ما لا يقبل عن 5 بالمئة من الأسهم 28. ومن الواضيح أن الباحثين تعتدان أن الاستثنار بالمكاسب المجانبة لا يمكن أن يعدت إلا يه ظل خياب المسهمين الكبار من ذلك الطراز. وخلاشاً أدلك فإنفا نرى. ولا سيما بعد أن أدركنا حقيقة الملاقة بين السلطة والكاسب. أن الديريين لا بد أن يستأثروا بنسور لا بأس به من الكاسب البعقية حتى بج الشركات التي تفسم بدين حملة الأسهىم من يستموذ بمفرده أكثر من 5 بللغة من الأمسول. لا شك. بج أن سلطة الديرين بلا تلك الشركات سوف تكون بوجه أو يأخر أضعف من سلطة نظر الهم بلا الشركات التي تفضر إلى المسهمين الكبار. لكلهم سوف يملكون على كل حال قدراً لا بأس به من السلطة والتفوذ.

لتأشد مثلاً واحداً من حملة الأسهم الخارجيين يستموذ بمفرده على 5 بالله أو حتى على 10 بالله من أصول الشركة. إن مسهماً من هذا النوع شد يملك بالفعل بعض النفوذ. لكن نضوذه ان يبلغ على الأرجيج من القوة ما فد يكني تقديد عروش البهاز الإداري. ولا سهما إذا ما أخذنا بالامسيان ما يتمتع به الديرون عادة من فوة نطاعية في مواجهة معولات الاستهلاء ومن صلاحيات تقيم لهم أمكانية التعكم إلى مد بعيد بسير المعلية الانتهائية. إن من الرجع أن يطل الديرون في مثل هذه الحالة معتنظين بثمر لا يمكن إغضائه من السلطة . - وأن يكونوا من تُمَيِّق معوقع يسمح لهم بالطفة معتنظين بثمر لا يمكن إغضائه من السلطة .

وبالغمل هنايان سياسات التعويضات التي سوف نأتي على متافشتهـا بلا فصول لامقة من الاكساب -سياسات تدكس واقعاً شوده مظاهـر السلطة والتعويه- لا تقف عند حدود الاشركات التي تعتقر إلى سبهم كبير يماك بمفرده 5 باللة أو أكثر من أسهم الشركاد بل إن علك السياسات مألوفة ورائجة حتى على ممهـد الشركات التي تضم بين مضوف مسهميها واحداً أو أكثر من حملة الكل الوازنة أو التي يمكك الستقمون المؤسساتيون حصة كبيرة من أسهمهـا. تين لقا هذه الصورة أن الاستثنار بالكاسب المجانية يمكن أن يعدث، وإن بعرجة أقبل، حتى على صعيد الشسوكات التي تضعف فهها سلطة الديرين نسبهاً نتيجة الحضور القوي لمعلة الكل أو للمستقمون الإسسانين.

7) فقودُ اللَّذِيرِينَ فِيَّ سَاعَةَ الرَّحِيلُ

طبيمي جماً أن يرطب مجلس الإدارة & أن يكون الدير العام القادر بعد رحيفه عن الشركة صديقاً وليس خصماً.

محاص غبيرية قانون الشركات

ى مقابلة أجرتها منه مجلة طور شي، 2000

يعصل الديرون اكتادرون عادة على عطاءات سفية تقدمها لهم شركاتهم بلا السامات الأخيرة من عهدهم فيها، وبلا حين أن بعضاً من ظك المطاءت الرئيطة بالرحول منصوص عليه و قد الديل المطاءات الرئيطة بالرحول منصوص عليه بلا عقد العمل البرم بدين الشركة والدير، فإن اعتمامنا ينصب أبلا هذا الفصل على عطاءات الرحيل المجانية - أي المطاءات الني لم يكن منصوصاً عليها بلا العقد حين قرر المنا على الميوابية أميل المهادات المجانية يتم إفرارها على مسؤولية مجلس الإدارة وتقدم إليه على شكل مكافقات إضافية تصاف بساماة إلى رزمة التويضات المصروسي عليها بلا العقد، وكسا سنفاقش بلا فقرات هذا الفصل فإن الدير المام الفارة كثيراً ما يعصل على عطاءات مجانية من هذا القور (ا) عند إقافته، (2) عندما العام عرض قضم الشركة من قبل شركة أخرى، (3) عندما يتقاعد.

وقد أخذت العطاءات والكاسب الجانية القدمة للمديرين الفادرين أشكالاً عديدة. بما ية ذلك إعضاء المدير القادر من تسديد القروض القدمة له. نسريـع استحقاق الخيارات والأسهـم الخيـدة. زيادات على تعويضـات التقاعد (عبر وإهداء الديـر بعضاً من سفوات الخدمـة الإضافية على سبيل الثال). مكاهـات نقدية استثقافية. وعود بعقود استشارية من شأتها أن نضمن للمدير الفادر تعويضات سفوية سطية مقابل القابل من الجهد وأحياناً دون أي مقابل. _______ أحر بوزاؤاء ________ أحر بوزاؤاء _____

معظم العاملين يعصطون عند التقاعد أو الإطاقة على استحقاقات نهاية الخدمة المتسوس عليهـا ـ إذ الاعقد ـ ولا شيء مواها يستحق الذكر ـ ولا يمكننا أن تنتظر مـن معاهب العهل. ولا علاقة قائمية على مطال الدراع ـ أن يضدق على العاملين المفادري عشد نهاية خدمتهم عطاءات سخية غير منصوص عليها ولا عقود عملهم. لذلك فإن عطاءات الرحيل المهانية التي يتقامل الديرون العامون المفادون تقدم دليلاً واضحاً على أن أعضاء مجالس الإدارة لا يتعاملون مـع الديرون على مطال دراعهم ـ حتى ية طك الحالات الاستثنائية الفادرة عندما يدفر مجهل الادارة الدير العام خارج بوانية الشركة.

عند إقالة المدير العام

كسا سبق أن أشرنا فإن مجالس الإدارة تادراً ما نذهب إلى إكراء المديرين العامين على الاستقابات المديرين العامين على الاستقابات المستقابات المبياون الاستقابات المستقابات المبياون المبياون التأثير برأسى الهرم بلا الشركة أو يشعرون بالولاء تجاهه. فقد دأيت مجالس الإدارة عموماً على التقاعس عن إطالة الديرين طالةًا كان أداء أحدهم ضمن حدود ما يمكن وصفه بالمقبول، لكن عندما يبلغ أداء الدير العام درجة كبيرة من الضعف وتصبح الحاجة إلى استهاله مقبقة بادية للهان، في أن أحضاء المجلس لا يسمهم إلا أن يتصاعوا لضفط العاجة إلى إلى إلى إلى إلى إلى إلى إلى العاجة إلى التبارة في إلى أن يتصاعوا لضفط العاجة الراحة تقيير له رأس الهربية (أن يتصاعوا لضفط العاجة الراحة تقيير له رأس الهربية المبارة المبارة العالمة المبارة العربية والراحة المبارة المبارة العربية المبارة العربية المبارة العربية العربية المبارة المبارة المبارة المبارة المبارة العربية العربية المبارة المبارة المبارة المبارة المبارة المبارة العربية المبارة الدائمة المبارة المب

ومجلس الإدارة عندما يقرو تنبير الدير الدام غالباً ما يقدم للمدير المادر الدادر من المادر الدادر من الكال هارات من الكال هارات خروجه من الشركة، وعلى سبيل المثال هاران مدير عام شركة ماثل. السيدة جهل بازاد، قد كوفت لدى إطالتها بإعضاء من تسديد قرض بقيمة 1.2 مليون \$ السيدة جهل بازاد أد مليون \$ التنظية الالتزامات الشربيبية المترتبة على إعفائها من قرض أخبر، وبالإضافة إلى ذلك هان خياراتها غير الستعقة قد حولت تقانهاً بقرار من ميطلس الإدارة إلى خلك هان خياراتها غير الستعقة قد حولت تقانهاً بقرار من ميطلس الإدارة إلى خلك هان خياراتها غير الستعدام حتى انتضاء أجلها الأصلي، وقد جمات هذه المثانية عطاءات إصافية دافت رزمة تعريضات الإقافة التي كانت الديرة القانة بقضة المثانية فيمة المدركة، التي تضمنت مبلماً تقدياً بقيمة 26.4 مليون \$ تصويض تقاعد سنوي يتجاوز 700,000 وبعض الكانس، الإضافية الأخرى!

وسن الأمثة الأخرى مثال ترتيهات المفادرة الني قدمت لدير عام شركة وييقان ، السهد جدورج شاهدين، قدم شاهين استقالته قبيل إشهار وييقدان لإطلاسها بمدة وجهزة وزاعماً أنه قد شعر بأن الشركة «بحاجة إلى مدير عام من نوع آخر يتولى فيادتها بلا الرحلة القادمة». وقد حصل السيد شاهين على إعفاء من قرضى بقيمة 6.7 مليون كا مقابل أسهمه الهالفة قيمتها أنذاك (150,000 كا مسفقة تهادل مجزية لم يكن منصوصاً عليها بعليهيدة الحال بة عقده مع الشركة².

وبصورة مثنابهة عندما أجبر مدير عام بلك ون. جون ماكوي. على الغادرة بسبب ضعف الأداء. اجتمع مع أسدقانه بلغ مجلس الإدارة ليخرج طاقراً باتفاق ينظم ترتيبات رحيله عن الأداء. اجتمع مع أصدقات الرزمة التي مجلس طبها ميلةاً نقدياً بنهم 10.3 مليون \$ (بالإشافة المصرف، وقد تضمنت الرزمة التي مجلس طبها ميلة أنقدياً بقيماً تقداء العامر، 1997-1998) إلى مكافأت أخرى بقيمة 5. ملايين \$ سنوراً بدءاً من السام 2001 أ. وعلى الغالب فإن مدا الإنقاق قد سهل على أصدفاء ماكوي بلغ مجلس إدارة الينك مسايرة أعضاء الوطس الأخرين بلا رغيب عام جديد.

إن صن الصحوبة بمكان التوفيق بين مثل طلك المطاءات الجانية ومنطبق التماقد على مطال الدنراع، فعجلس الإدارة بملك صلاحهية إقالية الدير المبام دون أن يقسم له أي تعويضات أو مكاسب أخرى ضارح حدود ما هو منصوس عليه بنج العقد، ولا يهدو أن هناك أي حاجبة حقيقية لإضراء المدير السام ذي الأداء المتواضع ، برشوة مجزية، كي يتزل عن عرضه، وبالإضافة إلى ذلك فإن الرسالة التي يقدمها مجلس الإدارة عبر عطاءات الرحيل المجانية ظك من شأتها أن تضعف من حوافز الدير العام القادم لوفع سوية الأداء.

وبالقنابل ضائن ظله المطاءات بمكن تقسيرها بكل وضوح إذا ما فينسا بحقيقة سلطة الجهاز التنفيذي على مجلس الإدارة. أولاً: بعضى أعضاء للجلس على الأهل فد يتخذون موقفاً ممانماً لإقالة الدير السام حتى لوثيثت مسؤوليته عن ضمف أداء الشركة. ولذلك فقد يكون من الضروري تشجيع الدير المام على تقديم استقالته طوعاً. أو على الأقل إغناء ترتيبات الإقالة بمزيد من المووض السطية بنية انتزاع موافقة أولتك الأعضاء بأسلوب لطيف، وعندما بشكل أولئك الأعضاء غالبية أعضاء الجلس لن يكون من المكن تفهير

الدير المام دون تلديم رزمة مفرية من عطاءات الرحول الجانية. وحتى عندما يشكل حلفاء المدير المام أطابة بلا مجلس الإدارة فإنهم يطلون قادرين على تحويل عملية استبدال الدير المام إلى موضوح خلاية يسبب لز ملائهم ية الجلس الكثير من الفضاياتات. وأعضاء الجلس الأخسرون سوف يرغيون على القالب ية تجنب احتدام النزع عبر إطهار المزيد من السخاء ية تمامهم مع الدير المام القادر. وية جميع الأحوال فإن المطاءات المجانية المقدمة للمدير الحسام المفادر تعمل هنا عمل «الرشوة» لفرض ضمان تماون حلفاء الدير المام ية الجلس أو لفرض إضعاف معاضتهم.

ثانيـاً: حتى أعضـاء المجلس الراغيين في تفهير الدير العام قد يفضلـون تحلية هفتهم بهديـة ثمينـة بقد موفها للمديـر القادر. إنهم شد برخبون في تطفيف الشــور بالانز عاج أو حتى بالذنب الذي قد ير اومهم لمضهم زميلهم وقائدهم خارج بوابة الشركة، وقد برخبون في ارضـا، المديـر الفادر أو مواساتـه. وفي التعبير عن امتدافهم ووقائهـم. وكذلك أيضاً في الطهــور بمطهر أكـشر جاذبية أو على الأفل بمظهــر أقل خطورة في أصين مديري الشركات الأخرى الذين قد بجبلون النظر بحثاً عن أعضاء خارجين لمجالس إدارة شركاتهم.

إن القاعدة التي تقوم عليها جميع هذه القسيرات تتجسد ببساطة بلا علاقة بين الدير العام وأعضاء مجلس الإدارة نفتاف جذرياً عن ذلك التي يرسمها ثنا نموذج مطال الدراج. وحقيقة أن رزمة عطاءات مع السلامة الفجائية يتم تمويلها من أكباس حملة الأسهم نسهل على أعضاء الجلس إظهار مزيد من اللطف والسخاء بلا تعاملهم مع الدير المقادر، ولا سهما أنهم لا يتعملون شخصياً بلا ذلك كله إلا كافة ذهيدة لا تستحق الذكر.

عند حيازة الشركة من قبل شركة أخرى

لدى حيازة شركة من قبل أخرى يحصيل مدير الشركة الستهدفة عادة على مكاسب مرتبطـة بعملية العيازة خارجة عن نطاق التمويشات التصوص عليها في عقده. وعطاءات النعيازة العيانية يمكن أن تأخذ أشكالاً عديدة كتعديم المعناءات التقدية النقاصة. أو إقرار (بيادات مجزية على القيمة المتفق عليها «لطلة الهيوط الدعبية». وهكـنا نجد أن مجلس إدارة يـو إسرويست على سبيل المثال فه صوت لصالح دعم مطلة الهيوط الذهبية القدمة للمدير السام مول ترجياء يقيمة فسدرت أنذاك بنمو 40 مئيون؟. وذلك قبل إقرار حهازة الشركة من قبل كويست كوميونيكينفس بعدة وجيزة أ. قبن دراسة قـام يها جي هارتزل و إيني أوظك و ديليد يرماك أن مجلس إدارة الشركة المستهدفة قد عدد يقدمو 27 بالملة من عليات الميازة إلى تقديم هدية نقدية خاصة إلى الدير المام ساعدة إقرار الوافقة على عملية الشم. كذلك فقد أقر الجفى يلا 12 بالفة من حالات الشم التي كان فيها مدير عام الشركة المستهدفة يشتم بعطلة مهوط ذهبية زيادة مجزية على القيمة النقدية المضمئة، يقالطة الذهبية لدى تصديقه على معلية الضمة.

إن الحجنبين اللتين كنا قد سقفاهما لفهمير عطاءات الرحيل المجانية المسعورة مشابه المجلس قد لا يؤيدون مشابهه أيضاً على حالة عطاءات الضم المجانية. أولاً: بعض أعضاء المجلس قد لا يؤيدون عملية الضم إلا إذا حظيت بمباركة المدير العام أو على الأقل إذا تضمنت إكرام هذا الأخير بعطاءات تابق بعرضه الدني يضعي به، وعندما يشكل مؤلاء الأعضاء الأغلية فإن تزيين عملية المنتج المستقبة، وحتى إذا كان أولئك لا يشكلون إلا تؤليم عنها أصراً ضرورياً لإنجاع الصنفية، وحتى إذا كان أولئك لا يشكلون إلا تطبيع المجلسة الشم يلا تعين كافية لدنج الأغليمة إلى تقليف حرصل المدير العام المتبلق عن معلية الضم بطيقة من السكر عبو بعض المنافات المعزية المناب المعام المتبلق عن معلية الضم بطيقة من السكر عبو بعض المنافات المعزية المعزية المعزية المناب

ثانيـاً: حتى او كان الجباس بأكماه مستعداً للتصديق على عطيـة الضم دون أي معاملة خاصة للمدير المام. فإن أعضاء المجلس فد يفضئون إكرام للدير المام برزمة من عملاءات دمع السلامة الذهبية. إنهم قد برغيون لج معاباة الدير العام الوشك على خسارة منصبه <u>144</u> أمر دين أواه ____

بفصل عملية الاستيلاء العمواتي للأسيط، ذاتها التي تدهمهم إلى نتصديم الكناسب للمدير السام الفنادر بفصل الإقلامة. هر بتأثرون بيشاعر الاولاء والامتثان وبمواصل العسدانة. أو يحاولسون تعفيضه ما يشمرون به من حسرج يسبب موافقتهم على تخليصس الدير العام من سلطة منصبه. وقا كان أعضاء الجاس لا يتعملون أنقسهم إلا جزءاً مهملاً من تكاليف تلك العطاءات. طابعم بطبيعة الحال لن يترددوا كليراً في الزارها.

تبدر الإنسارة هنا إلى أن فيود السخط غالباً ما تكون فضفاضة نسبياً في ظل الطروف الخاصسة المرتبطة بعملهات ضم الشركات، الأسر الذي يسمع للمدير العام ومجلس الإدارة في الشركة المستهدفية بتمرير عطاءات مجانبة تقوق بوضوح ما كان من المكن تمريره في الأحوال العادية. وعادة ما يعطل حملية الأسم في الشركة المستهدفية علاوة مجزية فوق مصر السوق المتضمن في العرض البدئي. الأصر الذي بضعف بطبيعة الحال من عباهم إلى المتابعة والتنفيق والانتقاد فيما يضم الترتبيات المالية التي يقرها مجلس الدارة الشركة الجارية حيازتها ساعاته الأخيرة، بضاف إلى ذلك أن أعضاء مجلس الإدارة في الشركة الجارية حيازتها جديماً سيخسرون مواضهم بطبيعة الحال، ولذلك فإن المطاءات الجانية القدمة للمدير جديماً سيخسون علية الضم لن تثير على الغالب إلا قدراً محدوداً من السخط، وذلك السخط .

من جديد نود أن نوضع هذا أن تقديم العطاءات الجائية للمديد العام في الشركة المنهدفة بما يت الاستارة قد يمود بالفائدة على حماة الأسهم، إذا ما سلمنا بسلطة الديرين كعشيفة واقتمة. إذا كانت سكاكر التنطية من هذا القبيل أمراً ضرورياً من أجل انتزاع موافقة المجلس على عملية الضم الجزية. هفيرً تحملة الأسهم أن يتم الأمران. الاسلاءات الجائية والضم. من ألا يتم في منهما، ولذلك فيان إعاقة تقديم مثل تلك العطاءات الا يمكن عدها أمراً أن نذكر هنا مرة أخرى أن الاتحادة تقود الديرين وسلطتهم على مجالس الإدارة، ومع ذلك نود أن نذكر هنا مرة أخرى أن الانتحاد الأهم بالنسبة الوضوعاء بالعذا الفصل اتما تكمن في ال

السكاكر القدمة من قبل الشركة الشارية

بالإضافية إلى الكاسب القدمة لهم من مجالسي إدارة شركاتهم فإن مديري الشركات المارية . الشركات المارية أيضاً . بالطبع الجارية حيازتها كثيراً ما يحصلون على مكاسب مجزية من الشركات المارية أيضاً . بالطبع ليس هناك من عقد أو اضاق يلزم الشركة الشارية بنقسديم أي عطاءات قدير عام الشركة المستهدفة . لكنها كثيراً ما فقعل ذلك، والسبب بسيط وواضح: تعويض أولئك الديرين عن مناصبهم يسمح للشركة الشارية بالنصي قدماً يلا عملية الحيازة أو بإنمام الصفقة ضمن شروط أكثر يسراً.

على سبيل الشال عندما كانت شركة إم سبي أي تقاوض مع شركة برينيش تبلي كوميونيكيشنس (ببي تي) في العام 1996 حول عوض الشراء القدم من الأخيرة للأولى عصد رئيس إم سبي أي، تهموني ف، برايس، إلى التنسيق بشأن تضمين صققة الشراء مبلناً مقداره 170 عليون \$ لدهنه شركة بي في كتمويض احتباس لرئيس إم سي آي وبعض من كيار القديرين فيها أ. والحرار تعويضي الاحتباس هذا لم يكن مرتبطاً بإسرام الصقفة وفل الشروط الأصلية التنق عليها بين الطرفين. وهكذا، عندما عمدت بي تي إلى خفض فهمة عرضها بعشدار 20 بائنة سارع برايس إلى الواقفة محاولاً إنشاع حملة الأسهم بأن السمر البديد يجسد دانشاقاً من الطراز أربح - تربح بين الشركة بن، وفي النهاية دخلت شركة مائلة في شركة وورد كوم على الخط، وقدمت عرضاً منافداً احتباس مجزية للمدير العام سبي آي، ولكن ليس قبل أن توافق بدورها على صرف مكافأت احتباس مجزية للمدير العام وكبار المديرين التنفيذين في إم مني أي.

آحد مشاهير المعامين الشفهين في شؤون الانتماج والحيازة فقاد في مقابلة أجرتها معه صحيف قانوي ووقد تايمز بالمشهد الآني، «كيراً ما كنا نقصت إدارة إحدى الشركات بهدف التسيق لصفقة حيازة ونضطر إلى الوقوف أمام الباب إلى أن يتم الانقاق أولاً على درنهبات التمويضات وتمهر تلك الترتببات بالخاتم والتوقع ويتم تسليمها إلى إدارة الشركة، وقد وصنف محدام آخر ذلك الوضع على النعو الأنبي، حيثا الأوساط العامة نصن مدعوون إلى أن نطاق على نلك العطاءات اسم «مكافأت الاحتباس»، وية حقيقة الأمر فإن تقديم تلك _____ أبع يون أواه _____

المطاءات يعسد للا كثير من الأحيان السبيل الأوحد لإبرام الصفقة. إنها بيساطة برشوة. وأحياناً يكون التفاوش حول تلك الرشوة جزءاً لا يتجزأ من الهام الوكلة إلى للا عملي 7.

وقد عصد هاز نزل وأوقك وير ساك إلى دراسة سياسة سكاكر الفسم القدمة من قبل الشد كات الشارية على نصو أكبر منهجية. وقد وجدوا عبر رصدهم 211 مبلية حيازة على مستوى الشركات الشيدة تم إبرامها بين العام 1995 أن الديرين العامين في الشركات السنهدفة قد يوضون بمكافأت ضم متواضعة نسبياً مقابل الحصول على وعود من الشركات الشارقة بتعييفهم في مراتب متقدمة بين صفوف الجهاز التقيدي بمد إتمام عمليت الشركات الشاركات الشركات الشركات التحقيق على وعود المعابلة المتعين على المعابلة المتعين على المعابلة المتعين المعابلة المتعين المعابلة أخرى قامت بها جولي ووقف وتركزت هول عمليات الاندماج التي كان طرفاها شركتين من الحجم نفسته أثماء التسعينهات. قد كشفت عن أن الديرين العامين في 40 حالة من حالات التعلوش حول عملية الاندماج كانوا مستمدين

إن استعداد الشركات الشاوية انقديم عطاءات مجزية الديري الشركات المستهدفة يقدم دايلاً إضافياً على سلطة الديرين وتفوذهم، نظراً انفوذ كاديرين المامن إلا مجالس الإدارة شان بمقدور أحدمم أن يدفع بالمجلس إلى وفقى عروض الضم التي شد تضر بمصالحه الشخصية حتى او كانت مجزية بالتسبة لمملة الأسهم، وعلى المكس من ذلك فإن بعقدور أحدمم أيضاً أن يدفع بالمجلس إلى فيول عروض الفسم التي تقدم مصالحه الشخصية. حتى أو لم تكن تصب في مصلحة حملة الأسهم، وبالنظام إلى ملطة الديرين تاك فإن للتمامل بسخاء مع مديري الشركات المستهدفة يصب في كثير من الأحيان في خدمة مصالح الشرابة.

عندما يتقاعد الدير العام

 أيستمــان كوداك.لة مبوط. قدمت كوداك لديرها المتقاعد مبلناً تتديداً قدره 2.5 ملهون؟ مديـة وداع تقديـراً لفضله فهما يخص الأداء المالي للشركـة¹⁰.ويلا المام 2000 تقي جاك ويلشر. مديـر مام شركة جي إي. هدية تقاعد تضمئت3 ملايين من خيارات أسهم الشركة قدرت قهمتها أنذاك بنصو 20 ملهين ؟ 11.

وهدائها مموالسلامية التقاعدية تأخيذ أحيانا أشكالا أكثر بهاأن أحيد السيل الشمة لتعظيم فيمة العطباءات القدمة فلمديرين التقاعدين بمراعب تعديلات الدفائق الأخيرة التسريد خلها الجلس على برناميج التعريضات التعاعدية فبيل مفادرة الدير العام منصيه. وعلى سبيل الثال لدى تقاعد تيرينس مورى، مدير عام النوسسة المالية فابت بوسطن. عمد مجلس إدارة المؤسسة إلى إدخال بمضن النعديلات إلى برنامج تعويضاتيه التقاعدية أدت إلى مضاعف استعفاقات السنوب أكثر من مرتين. وضع أجكام البرناميم الأصلى بقوم حسباب تعويض التقاعب السنوي على فاعدة وسطس المرتب السنبوي والكافأت على مدي السفوات الخمس السابقة للتقاعد، أمنا سيفة الحساب المدلة فتقبوم على قاعدة وسطى التعويضات المنوية الخاضمة للضربية على مدى المنوات الثلاث التي بلغت ضها تعويضات الديسر العام فهمتها المطمى. وقيد ثم تعريف التعويضات الخاضمية للضربية بحيث تشمل ليسس فقط المرتب المشوي والمكافأت. وانهيا أيضاً الأرباع الترتية على استخدام خيارات الأسهم، وعائدات مبيعات الأسهم القيدة السنحقة، وكذلك أيضاً بعض التبهيضات اللاطلة السنحقة للدغر فبيل التقاعد. وبالحصلة فقد قاد النعديل الدخل في اللحظات الأخيرة على برناميم التعويضات الثقاعدية إلى تضخيم فيمة تعويض تقاعد مورى السنوي من نحو 2.7 عليون \$ إلى تعو 5.8 مليون \$ ¹² . وبهاره على ذلك التعديل أشار أحد المطلين المسرطيين بها مرودنتشل سيكيوريتيس إلى أن أداء أسهم فلبت بوسطن في عهد مورى قد ظل ددون الوسط على امتداد عقد كامل من الزمن، وتساءل متمجياً: وما الذي حدث كي تقدم الشركة لموري الأن مثل هذه الهيمة الذهبية؟، ^{[3}.

إحـدى للزايا اللهمة لعملهة تعزيز الكالـــ التقاعدية. من منطور مجلس الإدارة والدير السام الوشك على التقاعد. لكمن لها أنها أشل الكشاهأ على الأوساط العامة من المهالدات الثالية الكالفة فيا الفهمة. وكما سوف تنافش في الفصل 8. هبالرغم من أن البثر كات ملزمة <u>الم</u> يون أواء ______ أمر يون أواء ____

بإشهار الصيفة التي تعتمدها بع حساب الكاسب التقاعدية ضمن أوشيفها الإلكتروني لدى هيشة الأوراق والأسواق القلية، فهي ليست مضطرة إلى التصريح عن القهمة النقدية لتلك الكاسب، والأصم من ذلك أن قيمة قلف الكاسب بنم إغفالها أيضاً بع قوائم النوييشات. التي يفترضن أن تقدم عرضاً متكاملاً لينية تمويشات الديرين، الأمر الذي يقلل كليراً من درجمة الكشاف تلك الكاسب على الأوساط المامة ويساعد على إخفائها عن أعين الم اليين الم اليين الم اليين الم اليين الم اليين الم اليين المنافقة عن أعين الم اليين المالينين. في حالة بنك فليد بوسطن، على سبيل الثلال، لم يطلب من البنك، إشهار القيمة النقيشة قط إن البنك ثم يمان عن تلك القيمة). ولم تكن لقطم اليوم أن تلك القيمة قد بلفت الد شهرين \$ لدولا أن إحدى الصحف قد عصدت. في خطوة غير اعتهادية، إلى توكيل أحد خبراء حسابات التأمين بمهمة تقدير فهمة الكاسب الخيأة بين طبات تلك التديلات.

إن عضود الديرين تضمن لهم يطيهه الحال مكاسب تقاعدية كيبورة. وسياسة إدخال الزيادات على تلك الكاسب الشخمة أمسالاً عندما يتفاعد الدير السام لا تمكن على الإبدادات على تلك الكاسب الشخمة أمسالاً عندما يتفاعد الدير السام لا تمكن على دخول جدوى الإملاق منهاق الانسانية على مطال النواع. وسوف نظرح لاحقاً تساؤلات جذرية حول جدوى دخول الشركات في ممترك تقديم التويضات التقاعدية المديرين بدلاً من أن تشجمهم على أن يحضروا بأنفسهم قرحلة التقاعد. أم بالنسبة قوضوعقاً في صدا القصل فإن امتعامناً أن يعضر على الهدايا التي تقدمها الشركات لديريها العامين ساعة الرحيل. قد ينصب البعض إلى الزعم بأن الأمل بهدية تقاعد مجزية من شأنه أن يعنح الديرين حافزاً إضافهاً لتقديم يرجح كنة عدايا التقاعد على مقابل كانت الصدمة بعناية بما يرجح كنة عدايا التقاعد على مقابل كنة خطط الخيارات والكافيات الصدمة بعناية بما يرجح كنة عدايا التقاعد على مقابل كنة خطط الخيارات والكافيات الصدمة بعناية بما

هدايـا التقاعـد الضخمة يسهل فهمها على ضوء الملاقات الشخصيـة التي تربط يين أعضـاء مجلس الإدارة والمديرين العامين المفادرين. ربما يرغب أعضاء الجملس بلا استثمار فوصتهـم الأخيرة التقديم هدية ثمينة للمدير الصام فبل رحيله. أو يلا التمبير عن تقديرهم لملافــات الإزمالــة التي جمعت بينهم وبين مديرهم. أو عن امتناتهم با قدمه لهم أثناء مدة ولاينـه. وعلــى حد نمير أحد مستشــاري التمويضات فإن المقــود الاستشارية التي كثيراً ما تقدمهـا الشركات لميريها المتقاعديــن «تصل برد الجميل عن أفعال من الماسه أكثر من صفتهها المزعوسة بخدمات مستقبلية ¹⁴ رفا كانت تكالهش قاك العطارات الإضافية على اختلاف أتواعها تقع بالدرجة الأولى على كاهل حملة الأسهم ولا يتعمل منها أعضاء البهلس أنفسهم بلا حقيشة الأصر إلا النزر اليسير، فإن هيؤلاء لا يجدون حرجـاً يلا إرسال رسائل الوفاء والامتنان قاك التي ترضي نوازعهم الشخصية.

إنها الغرصة الأخيرة

لة جمعه العالات التي أتينا على مناقشتها -إقالة الدير المام. أو هيازة الشركة من قبل شركة أخرى. أو تقاعد الدير المام- هنالك عامل مشترك يزيد من اندفاع الدير المام وراء العطاءات المبائية ومن استعداد المجلس لتقديم تلك المعادات. هذا العامل هو طابع المجولة الختامية الدي يفرض نفسه على الوقف: في كل من تلك العالات يقف الدير العام على بوابية الشركة متأهباً للرحيل. ويقوا حددة من تلك العالات حييازة الشركة من قبل شركة أخرى- يجب على أعضاء المجلس أن يستعدوا بدورهم أيضاً لقادرة الشركة. ولذلك

إن الديبر الصاء، طاعا هو معتقط بموقعه. يضم جيداً أن بعضدورد أن يستخدم نقواه وسلطته على المجلس الطفر بترتيبات معابية بالا استقبل، كذلك فإن أعضاء المجلس يدركون بدورهم أن أمامهم المزيد من الفرصى المكافأة مديرهم العام. لكن الظبوف الاستثنائي بدورهم أن أمامهم المزيد من الفرصى المكافأة مديرهم العام. لكن الظبوف الاستثنائي المنزى نفسه مع الرحيل الوشيك للمدير حسواء كان ذلك بقبل استقالة فرصت على المدير ، أو بنساطة بقبل التقاعيد الطوعي- يضع كلا الطرفين، المدير والجاهد في المام. لكلا الطرفين، المدير والجلس، أمام خيار الفرصية الأخيرة، «الأن والا فقيد هات الأوان، إن الديرمين العامين لديهم والحالة هذه أسباب جمة لانتزام المكاسب المجانية بكل شراسة والحديث الديهم والحالة هذه أسباب بمناققة والاحسترام والولاء بأكماها إلى فيمة لنتدية . وبصورة مشابهة فإن أعضياء المجلس يدركون يدورهم أن ذلك هو المطلب الأخير على المحالة المامه لاكرامه بمعمل الكاسب المائية الضغمة. وعندما عديرة من أعضاء المجلس يرجعون يقدما الخيار بين «الأن وجوات الأوان» هن أعضاء المجلس يرجعون . خيار «الأن ويوافتون على منع المدير المفادر وزمة من عطاءات مع السلامة النجية .



8) الكاسب التقاعدية

سيارة واحدة ماركة فورد به السنة مع إمكانية شراء أكثر من سيارة بسعر مخفّض، استشبارات مجانية به التخطيط الثاني، مكتب مدير به مينى إدارة الشركة مبع الخدمات الإدارية اللازمة، إطبارتي منحة دراسية باسمه الشخصي في الوسسة التعليمية التي يختارها، وراتب تقاعدي قدره 1.27 عليون \$ سنوياً.

رزمة الكاسب القاعدية القدمة للسيد جاك ناصر الدير العام السابق لشركة فورد، كما جاه ية تقرير نشرته مجلة وول ستريت جورفال عام 2002.

من أهم السمات التي تقلب على المشهد العام لتضاريس تعويضات الديرين سمتا التمويه والتعوضى. ومن الواضح أن لدى مصممي خطط تعويضات الديرين حوافز قوية تدفعهم إلى إخفاء الحجم الكلي للتعويضات التي يتقاضاها المديرون، وكذلك إلى تعويه الدى الذي ومسل إليبه ابتماد شكل وآلية تلك التعويضات عن الشكل والآليسة اللذين يخدمان المسلحة الحقيقية تحملة الأسهم بالوجه الأمثل.

صع تشديد القوانسين التي نقزم الشهر كانت الإفصياح عمن مرتبات مديريهها ومكافأتهم والتعويضيات طويلة الأجل التهي يتقاضونها. لجأت الشركات على نصو متزاعد إلى إعانات وتعويضيات منا بعد التقاعيد سبيلاً لتقديم المائل للمديرين. بسمت هذا النوع من أنواع الإعانيات والتعويضيات الشركات بأن تمتيح مديريها حجماً كبيراً من الأجر غير المرتبط بالأداء وبطريقية أقل شفافية من أنواع التعويضات الأخرى. كالوتبات السنوية على سبيل الثال، ظجأ الشركات إلى تقديم إعانات ما بعد التقاعد لديريها عبر أدبع فقوات رئيسة هي

الأنبية: المائنات التقاعديية، التعويضات المؤجلة. هيئت ما يصد التقاعد، وعقود الخدمات الاستشارية المضمونة.

قبل الشروع فأمناقشة كل من هذه القنوات على حدة، ثجير الاشارة إلى سمنين الثنين مشتر كالبن فهما ببين هذه القنوات جمهمها. السبسة الأولى تتبشل في أن أسلوب انتهاج هذه المُغْمُواتِ مِعَ الْمُدِرِ مِنْ مِغْتُلِمَ كُلِياً عِنْ الأَسْلُوبِ البَدِي طُعِنا اللهِ النَّبِي كات لِنَج تعويضاتها ليقية موظفيها العاديسين. فعلى الرغم من أن الشركات عامة ثمقع موظفيها العاديين أيضاً معاشسات تقاعدية ونعويضسات مؤجلة على سببل الشال. إلا أنها لا تمفحهم تلك العاشات والتمويضيات إلا إلى الحيد البذي يسميع لها بالاستقبادة من الإعضياء الضربيسي. إن هذه الطريقية ية التمامل مم تمويضات ومعاشات الموظفين العاديين التي تشهجها الشركات إنما شمل على أنه ية غيباب الإعضاء الضربين لا تبقي الماشات التقاعدينة والتعويضات الإجلة ذات حسوى، على الرغم مين ذلك فإن الجزء الأكبر من تعويضيات الديرين لا يتعتبر بمثل هذا الاعفاء الضريبي فضلًا عن ذلك، ومماشاة معرأي المغتصين الفائل أن التعويضات المينيسة غيير التقدية ليست مجدية الاتصادياً. تبرى الشركات عمومياً أن لا عجاً الى منج موطنيهما المتقاعدين العاديين تغطية ليعضى نفقاتهم الاستهلاكية الخاصة. غير أنها تمتع مديريهــا النقامديـن من المِـف الأول تنطية للكثير من تليك التنقاب. من جهة أخرى، مع أن الشير كات تتماليها بمض الأحيان موموظتيها التقاعدين بعقود استشارية إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك، غير أنها لا تضمن أجوراً استشارية مدى الحياة إلا لشريحة الديرين دون سواها من شرائع الموظفين الماديين.

أما السمة الثانية الشتركة فهما بين فقوات منع التعويضات للمديرين فتعمل بية أنها بها مجلها المديرين فتعمل بية أنها بها مجلها المديرين فتعمل بية أنها بها مجلها المديرين متعمل بية أنها بها سنري لاحقاً. ليست ملازسة بالإنصاح عن فهمة الأسوال المنقولة عبر صده القنوات بالمطاريقية ذاتها الشريعية المحلوبية المحلوبي

حـول سويـات تعويضات الديريـن لا تتضمن القيــم الضعمة التي يتم سَحَهــا عبر طُوات الكاسب التفاعدية.

الماشات التقاعدية

تفطئي متناديق التقاهد هدهاً كيهراً من العمال والوطفئين وتدفع لهم معاشات تقاهدية بشرائح متعددة بعد انتهاء خدمتهم. ويلا الوطلة الأولى يبدو من البديهي أن تدفع الشركات لميريها أيضاً معاشات تقاعدية أسوة بسواهم من الوطفين الآخرين. غير أن نظرة فاحصة إلى للوضيوج ستثير تسياؤلات جدية حول صا إذا كان صدة الاستخدام البائغ فهه للمعاش التقاعدي بوصفه وجه من وجوه التمويض يتقق ضلاً مع أسس التغاوض على مطال الذواع.

الفروق بين صناديق تقاعد الديرين وصناديق التقاعد النظامية

إن غالبية مساديق التقاعد المتعدة للموطنين العاديين يجري تصميمها بعيث تكون مواهدة للاستفادة المطمى من معدلات الطوراقب التعطيلية. فالشركة من جهنها تستفيد من الخفض الضريبي على المبالغ التي تدفعها لمستدوق تقاعد الوظفين و وهو الخفض الضريبي عيفه الذي كانت ستعصل عليه بق حال دفعت تلك المبالغ الموطنين مباشرة على صورة مرتبات وأجود أما الموطنين مباشرة على حضر يبتات وأجود أما الموطنين مباشاتهم التقاعدية من المستدوق. بقا الوقت ذاته تستلم الشركة أموال المستدوق الاقتاعد الشركة أموال المستدوق الاقتاعد الشركة أموال المستدوق المتقاعد الشركة ولا الموطنين بدؤ الإنتقاء الموطنين بدؤ الإنتقاء الموطنين بدؤ الإنتقاء الموطنين بدؤ التقاعد الموطنين المادين إذا تقدم الموطنين المادين إذاً تقدم الموطنين المادين إذاً تقدم الموطنين المادين المرافقين بالمادين إذاً تقدم الموطنين المنافقين المادين المرافقين بالمادين المادين الموطنين المنافقين المادين التقاعد المادين ال

لـ و كانت منذاديق التقاعد النظامية الؤهلة مدده تني بالعرض، للجنات إليها مجالس الإدارة من أجل منذاديق التقاعد المؤهلة لا الإدارة من أجل منذاديق التقاعد المؤهلة لا يمكنها أن تأخذ من مجمل تعويضات الوطفين السفوية سوى 5200.000 كسد أقصى فاعدة لاحتساب الماش التقاعدي للشخص الواحد، ظبو افترضنا على سبيل المشاق أن صندوق التقاعد المؤمل يستبح جميع الوطفين التقاعدين 50 بالمشة من مجموح التعويضات التي يحصدون عليها في التقاعدين مذار عدمتها، فإن سندوقاً كهذا لا يمكنه منح

______ أمر يوز أواء ______ ___ أمر يوز أواء ____

الديـر سوى مماش نقاعدي لا يتجاوز 100,000 كعد أقصى حتى او بلغ مجموع نعويضاته في السفة الأخيرة من سنوات خدمته عليـون 2. هذا يعني أن الشـر كات لا تستعلج اعتماد سناديـق التقاعد الؤهلة وسيلـة لكي تمتع مديريهـا معاشات نقاعديـة مشابهة من حيث المجـم لتعويضاتهـم السنوية أثناء عملهم. لذا بادر العدد الأكـبر من الشركات إلى إنشاء صفاديق تقاعدية تكميلهة خاصة بالديرين³.

تغتلف هدده المسئادين التقاعدية التكبيلية الخاصة بالديرين عن مسئادين التقاعد الؤملة النظامية في المسئادين التقاعد الوملة النظامية في المسئادين التقاعد المؤملة الأولى في أن المسئادين الخاصة لا تعطى بمعاملة مدريية تضميلية الدخل، بل على الشركة أن تدفع ضربية على الدخل الادني يجب أن تجنيه حتى تدفع للمديرين التقاعدين مماشاتهم التقاعدية. من المنطقي أن تستحق ضربية الدخل على أرباح المسئدون: لأن أموال المسئدون لو كانت دُفعت مهاشرة للمدير مرتباً نقدياً لكى يستمرها بغضه تحسباً لمنوات تقاعده، لوجب عليه دفع ضربية الدخل على أوباح المسئدون: لأن أموال المسئدون لو كانت دُفعت مهاشرة المدير مرتباً نقدياً لكى يستمرها بغضه تحسباً لمنوات تقاعده، لوجب عليه دفع ضربية الدخل على أي أرباح يجنبها من ذلك الاستثمار، شيل ما تصله مسئلاين التقاعد الخاصة إذا يُجعل ها تشمله مسئلاين التقاعد الخاصة

حينما يتساوى الوظفيون والشركات في معدلات الضرائب الفروضة على دخواهم وفية فدراتهم على استثمار أموالهم. تقسو صناديق التقاعد التكهيابية الخاصة بالمديرين غير في ادرة على خفض مجمـوه الأحياء الضريبية الفروضة على الوظفين والأسركات معاً. بل إنها مقابل كل دولار تعفضه من الأحياء الضريبية المترتبة على الوظف تثقل كاهل الشركة بدولار إضافة يزيد من أحيافها الضريبية. إذاً وبضلاف صناديق التفاعد المؤملة فإن هذه الصناديق الخاصة لا تستفيد في المحصلة من أي معدلات ضريبية تصفيلية؟

بالطبيع. إن الومنم أكثر نعقيداً على أوض الواقع معا ذكرنا أنقاً؟. ففي كير من الحالات يختلف الحجم الكلي للأعباء الضويهية اقترتية على الأزماح تيماً تلطرف الذي يقوم بادخار المال واستثماره وتحقيق تلك الأزباع. أهو الدير أم الشركة. فعنى لو كانت قدرة الطرفين على تعقيق الأزباع واحدة. فإن معدل ضويهة الدخل قد بختلف. إلا كاننا الحالاتين. الفترض على سبيعل الثلال أن ضويهة الدخل الفروضة على أرباح الميسر الذي يستثمر مدخراته التقاعدية بنفسه نساوي ظله التي يدضها المراسق الأسهم على الاستثمار طويل الأجل التي ينبغ 15 المائة، وأن مدل الخسوية التي تدخمها الشركة على الدخل الذي يجب عليها تحقيقه من أجل منسان معاشات مديريها انتقاعدية يعادل ضريبة دخل الشركات البالفة 35 باللغة على مجمل أرباحها بما فيها تلك التي يحققها مندوفها انتقاعدي الخاص بمديريها، من الواضع أن منا المستسدوق القاصادية من المنظار الضريبي المستسدوق القاصادية من المنظار الضريبي لأنسه سيزيد من العبء المضريبي الكلي الذي سيدفعه الطرفان مما (الدير والشركة)، أما يقاحال بمحقق الشركة أرباحاً كبيرة أثناء مدة مجددة ولم يكن متوضاً أن تكون ضريبة دخلها مرتقعة في منافقة المنافقة المنافقة

صن ناحية أخرى. حتى لو تساوت مصدلات شربية الدخل الفروضة على أرباح الدير وأرباح الدير وأرباح الدير وأرباح الدير تحقيقها الشركة أعلى صن تلك الاني بعقدور الدير أن بعطقها، فالشركات التي تعقيم الدير أن بعظفها، فالشركات التي تعاني صعوبة زيادة وأسمائها على سبيل الثال قد تتمتع بنسبة أرباح على الاستثمارات الجديدة أعلى من معدل أرباح السوق عامة. (من غير المتوقع أن تكون معنده مصادر تمويل إضافية: تكون معنده على الاستثمار التي تمود عليها إذ إنه من غير المتوقع ألا تكون تلك الشركات قد استثمار هرس الاستثمار التي تمود عليها بنسبة أرباح أعلى من معدل أرباح السوق). إذا أن حين تتمتم الشركة بفرص استثمار أكبر ربعية من السوق، يغنو صن الجدي بالنسبة للطرفين أن يوكل الدير استثمار مدخراته وأرباح الديل المتوسفة على أرباح الدير وأرباح الديل الشركة.

إلا أنه ما من سبب مقطلتي مقتع يجملنا نعتقد أن استثمار أموال الدير عبر شركته أمر معهد عموماً حشى لل المستثمار أموال الله في الله أمر كنه أمر في معهد عموماً حشى لل المستثمر الإسكان من خرات مديريها التقاعدية في المدخلة المتابعة المرابعة المتقاعدية في الله معدلات ضريبة الدخل المتنفية على الاستثمارات طويلة الأجل المتابعة للأخراء في السوق عموماً، وأنه لأمر بالغ الدلالة أن الشركات التي نشش صفاديق القاعد التكميلية الخاصة بعديريها وتراها مجدية لا تشش صفاديق اليقاعد التكميلية الخاصة بعديريها وتراها مجدية لا تشش صفاديق القاعد التكميلية الخاصة بعديريها وتراها مجدية لا تشش صفاديق التهاب بغير

الديريس من موظنيها، فقندما تجد شركة ما أن إنشاء مشدوق تقاعدي خاص بعديريها أمر مجد لأن إمكانات الاستثمار التاحة أمامها أفضل من الإمكانات التاحة أمامهم، عليها أن تنظير بالتي إلى إنشاء صندوق تقاعدي خاص بموظنيها الأخرين الذين برغيون بدعم معاشهم التقاعدي النظامي الأوطي بمعاش تكميلي من مدخراتهم التقاعدية الخاصة. لكن حقيقة أن الشركات نادراً ما تنشئ مشاديل تقاعد غير مؤملة خاصة بموظنيها غير الديرين وتنقص مديريها فقط بهذا الامتهاز، تدل بوضوح على أنه بلا غياب الخفض الضريبي المنوح للمناديق المؤملة مؤملة مجدية مجدية معوماً للمناديق الأولية مجدية معوماً من البريات عام 2002 قد ضعف الديرية مجدية عام 2002 قد ضعف الديرية خاصة خود مؤملة أن

أسنا التقطة الحاسمة الثانية بن الاختلاف بين الصنادي التعامية التكهيفية الخاصة بالديريين وصناديين التقاعد المؤصلة التنظامية للموظفين غير الديريين فتعلق باحتمال الخسارة الدني بتعرض له الشركات واحتمال الخسارة الدني يتعرض له الشاركون بلا الصفاديين بلا كلتنا الحالتين. عبادة ما تُحسا صفاديق التفاعد المؤملة المتاحية للموظفين الجدد من ذوي المراتب الوظيفية المدنية على أساس تحديد حجم إسهاماتهم. حيث نقزم الخسر كات دهم فهمة محددة من المال عن كل مضارك كل عمام. أما ما يصحبل عليه الموظف لمدى تقاهدة فيتملق بعدى فجاح استثمارات الصفدوق. فنناتج سبوء الاستثمار والخسارة المتربة عنه يتحملها الموظفين بعفرهمه.

بالقابل، ترتكز صناعين التقاعد التكبيف الخاصة بالديرين على أساس الماشات الاشتهاء في البيان تصن المديرين مماشأ تقامدياً فابناً مدى العباد بنض النظر عن كفاية استثمار الصناديق. فجميع الديريان العامين المسجلين يلا قاعدة البياشات إكسيكوكومب الخاصة بمديري الشركات الدرجة على لائمة إس فل بي يستفيدون من صناديق تقاعدية خاصة تضمن لهم معاشأ تقاعدياً تابناً "إلى صنا النوع من الصناديق التقاعدية بعمل نتائج سوء استثمار أموال الصناديق فلشركات وحطة أسهمها. فعهما كان أداء الشركة سيئاً ومهما كان أداء الشركة سيئاً عبدالا بالمواقعة المدرة فإنها تضمن لديريها معاشأ تقاعدياً محدداً يشدق إلى حساباتهم ما داموا على فهد العباد.

إذا كانت الساومات على مطال الذراع مع غالبية الوظفين تؤدي إلى ترتيبات للتعويضات التقاعدية ترتكز على أساس تحديد حجيم الإسهامات. فلماذا تسفر تليك المساومات مع الديريين إلى نتيجة مختلفية الى هذا الحدة طو كانت ترشيات الكاسب التقاعدية الرائكة ع على ثبات الماش التقاعدي نتيجة فعلية للمساومات على مطال الدراع لكان حرى بالشركات أن تقسدم تلسك الترتيبات للموظفين الماديين قبل الديريس: لأن الموظفين العاديين. يخلاف الديريسن، غبير فادرين على ادخار مبالمة كبيرة من المال، بل إنهم أحبوج من الديرين إلى معاشبات تقاعدية ثابتة ومضمولة تغطبي احتهاجاتهم في خريف الممر . كسا أنهم أقل من الديريسن فسدرة على تحمل الخسائر الثي يمكين أن تفتع عن سوء الاستثمار في الصفاديق البنيسة على أساس تحديد السهمات. ويخلاف الوظفين الماديين بوسم الديرين بسهولة 🚜 حبال كانت صفاديسق تقاعدهم مبئية على أساس تجديد المسهميات أن يؤمثوا على أنفسهم خب خطر سوء الاستثمار، وذلك عبير تخصيص جزء من مرتباتهم الرنقمة جداً والأرباح النس يجنونها من خهـارات الأسهم التي يمتلكونهــا لشراء ما يسمــى ستاهيات تضمن لهم مرتبيات سنويسة ثابتة مسدى الحهاد. فكنو كان لا بد مسن أن تتلقى المسدى المعمومتين فقط (مجموعية المديريين أو مجموعة الموظفين الماديين) تعويضيات تقاعدية مبنية على أساس المعاشل التقاعدي الثابث، شبإن المساومات على مطال الذراع كانت ستحسم الأمر لمسالح مجموعة الموظفين العاديين لا لصالح مجموعة المديرين.

الكاسب التمويهية

على الرغم من أن جدوى منح الديرين معاشات تقاعدية ثابتة من المستاديق التعامدية التكميلية الخاصة بهم بعهدة كل الهمد عن أن تكون واضحة. إلا أنه من الواضح جداً أن تلك المستاديق شمهم بة إخفاء جزء كهير من الأجر اقتدم للمديرين غير العرتبها بأوالهم.

إن دهسات الصنموق التقاعدي التكميلي الخاصى بالديرين تتحدد بعدد سنوات خيمة المديسر وبحجه التعويضات الإجمالي المذي كان يحصل عليه يلاسفة خدمته الأخهر وقبل تقاعده، فكاما ارتفع مرتب الدير وكلما زادت سنوات خدمته، زاد معهماً مماشه التقاعدي. بهذا يكون الماش التقاعدي الذي يعظمه هذا التوع من الصناديق. مثله مثل المرتب المادي. <u> ایر دون اُواء</u> ______

غير موتبط بأداه الدير . يلل إن الدديد من الشركات عملت على تضفهم مرتبات الديرين التقاعديـة عن طويق التلاعب بعدد سنّـوات خدمتهم. وذلك من أجل رطح قهمة مماشهم التقاعدي الحسوب وفق معادلة حساب الماش ضمن الصندوق¹⁰.

على كل شركة أن تضمن بياناتها السنوية التي تصديها للطن جداول تعريضاتها الني بجب أن تتضمن القيمة المقيقية بالدولار الأمريكي لكل وجه من وجود التمويضات التنوعة التي يحصسل عليها مديرها العام بالإضافة إلى مديريها الأربعة الأخرين الذين يحصلون على أعلى المرتبات في الشركة. إن هذه الأرقام التي تنشرها الشركة في هذا السياق هي من أكثر المؤشرات وضوحاً للرأي العام حول التمويضات التي يتقاضاها مديرو الشركة. إذ إنها مناصفة لوسائل الإعلام ولجميع الهنسين الذين يشرؤون تلف البيانات السنوية ويتأمونها. وبها الواقع ضإن منا تتضمنه تلك البيانات من معلومات حول تعويضنات المديرين تشكل المطابات الأساسية الرسمية التي ترتكز إليها أيصات خبراء الاقتصاد المالي وكذلك أعمال الاستشاريين المنتصين في حتل التمويضات.

هضــكُ عن ذلـك، وهو ما يتسم بأهمية كهرة. فإن قوانين الإفساح لا تلزم الشركات إلا بالإفساح عن البالغ التي تدفعها لديريها الواهنين في جداول التعويضات الني تطفها. ويما أن المديريين المقاعديين لا يقدر جون شمس فاشه الوطفين الراهقين، هـإن الشركات غير ملزسة بـبأدراج معاشاتهم بلا جداول تعويضاتهــا الملقة. إذا أهالقيسة المقيقية لاستعقاق الديريين مـن صفاديق الققاعد التكميليـة الخاصة بهم والهنيـة على أساس الاستعقاق

لتأشد على سيبل الثال مديراً عاماً يعمل مع شركته طوال عشر سنوات ومن لامّ يعصل على معاشى تلاعدي سندوي يعادل جزءاً كبيراً من مجموع التعويضات التسي مصل عليها لا السنة الأخبرة من خدمته. إن مجموع ما يعصل عليه الدير صن معاشات تقاعدية لا حياته لا عام مده المسال سيعادل تعربهاً مجموع ما حصل عليه مين تعويضات أثناء سنيً خدمته كمدير عام. لكن ويخلاف حجم الروانب والتعويضات التي يعصل عليها الدير أثناء مدة خدمته، فإن التعويضات التي يعصل عليها من صندوق تقاعده تبثى مخفية ولا تظهر مطلقاً لا جداول التعويضات التي تعصل عليها من صندوق تقاعده تبثى مخفية ولا تظهر مطلقاً لا جداول التعويضات التي تعصل عليها الشركة.

هندمنا تقاعد لويس غيرستتر الديسر العابم اشتركة أي بي إم هلس سبيل التأل بعد تسم سفوات من الخدمة، استحق معاشأ تقاعدياً سقوياً قددره 81,140,000 ابتداءً من سفه المشين أأ. لقد فاربت القهمة التأمينية لهمناه السنامية مجموع ما فضاه السيد غيرمئتر كمديسر علم أثماء سنوات خدمته النسع، والدني ياخ 18 مليون 5 تقريباً. غير أن شركة أي بس إم لم تكن ملزمة التصريح عن العاشر الاتقاعدي لديرها السابل يلا جداول تدويساتها الملقة ولا حتى أن تدخل فهمته العقيقية بالدولار الأمريكي بلا يماناتها للالهاءً¹².

وليس من الستغرب أن ذكون براميج التفاهد التكميلية الخاصية بالديرين قد صمعت خصيصس الزيادة تعويضات الديريس بعيداً عن سرأى ومسمع حملة الأسهم ¹³. وبلا الواقع بقد نقلت تدارير صحفية أن بعض الديريس لم يوافقوا على اعتباد تلك الجمنادين التفاهدية النفاصة إلا بعد أن حصلوا على تأكيدات بأن البالغ التي ستدفع بلا الصندوق لن يتم تسريهها إلى العلن⁶⁴.

بالطبيع. ومع أن أياً من الأرقام المبرة عن زينادة قيمة استمثاق الديرين من مناديق التقاصد التكنيلية الخاصة بهم قبل تقاعدهم أو من البالغ الدقوعة لهم بعد إحالتهم على

التناصد لا يطهر بلا بعداول التمويضات المطلقة . إلا أن حقيقة وجود تلك الصناديق والمادلات الشي تمكمها بعيد أن يمان عنها بلا النصاريح التي على الشركات أن تقدمها لهيئة الأوراق والاسواق الثانية الأمريكية ألا أنهم أن بمن الصحب على أي شخص لم يتاق تعديماً كاها أبلا أمل المادلات التأمينية والمالية أن يقسد بشهم من الدفة ، وانطلاف أمن تلك المادلات تتكيدها الشركة من جراء منج الدير الحرب مطاقة أبعد تقاصده ، في أن يقدر الكلفة النه تتكيدها الشركة من جراء منج الدير الحرب مطاقة أن كلك المادلات تتكيدها الشركة من جراء منج الدير الحرب معاش تقامدي ثابت مدى الحياة أ⁶⁵. وكما ذكرة أن أن الشركة من عرب مطارحة الإعلان من أي تقدير ات للهيئة المطيقية بالدولار الأمريكي الاستحقاق أي من مدير بها بالا صندوقها التقامدي المبنى على أساس الماش التقامدي الناب وادالك فهي عاد ما تمتع عن إعلان تلك انتقديرات. وقدل صموية الوصول إلى الناب المتالية المندوقة التالية عند قواعد البيانات الرسمية المعتدة في السبب وراء اختفائها من قواعد البيانات

وبلا الواقع يصعب بلا كثير من الأحيان تقدير البائح الكلية السنعقة اديري أي شركة كمجموعة متكاملة لدى الصندوق التفاهدي التكهيلي الذي شنته الشركة لهم. إن جل صا يجسب على الشركة أن نصرح به هو رقم واحد فقط. ألا وهو البلغ السنعن عليها من جراء خطعها التقاعدية لجميح موظفيها الذي لهم له اعتباد صالي كاف (أي الماشات التقاعدية الموظفين التي لم تقم الشركة بتقطيعا مالياً عبر تخصيص أصول أو موجودات للشركة لهدة الفرض بالدفات أ⁷ . إن قوانين هيئة معلهر الحسابات المالية لا تقضي بأن يجسري ذكر الاستعقاقات الفرتية من صناديق التقاعد التكهيلية الخاصة بالديرين بلا بند تعصرح عن رقم واحد فقط يساوي مجسوع الاستعقاقات التي ليس لها اعتماد مالي كاف. بغض النظر مما إذا كانت كلف الاستعفاقات مترتبة من صناديق للقاعد المؤهلة للموظفين العادين أم من صناديق التقاعد التكهيلة الغاهبية الديرين.

على الرغم من أن الشر كات غير ملزمة التصريح عما يترتب عليها من جراء صناديق التقامد التكيفية الخاصة بالديرين. إلا أن بعض الشر كات تبادر من تقساء نفسها إلى . الكانب فناعدية ______

التصريح عن تلك البائغ، وبعضها منطقة حقاً. فقي عام 2000، على سبيل الغال صدحت شركة جنرال الكتريك بأن مجمدوم ما يترتب عليها دهمه من مماشات تقاعدية الديريها قد بلغ 1.13 مليار 2 ⁹⁹، وضوء العبق لم نصرح جنرال الكتريك عن أي تقاصيل إضافها حول استحقىاق مديرها المام واستحقاقات بقية مديرين الصف الأول من ذلك البلغ الإجمالي. لكن الأمير الشائع ألا تقدم الشيركات أي معلومات نفصيلية حول حصبة الديرين وحصة باقي الوظين من البلغ الإجمالي لجموع ما يترتب عليها من جراء سناديتها التقاعدية.

هنالك سمة إبجابية واحدة على الأقبل لصفادين التقاعد المؤملة للموطنين العاديين يجدر ذكرها وتمثار بها عن صفاديق التقاعد التكبيلة الخاصة بالمديرين، فالشركات عندسا تعتبد صفاديق التقاعد المؤملة بجب عليها، كشرط أساس لكي تحصل على معاملة ضريبية تقضيلية، أن تفصص جزءاً من أصولها وموجوداتها لضمان قدرتها على دفع صنعتات موظفها من صفدوقهم التقاعدي المؤمل، أما مقاديق التفاهد التكبيلية حتى المفاصة بالديرين، وبسبب كونها غير مؤملة المنتبد من الماملة الضريبية التفضيلية حتى لـ و كان تمويلها مضموناً، وإنها الانحظى دائماً بالاعتساد كالي الكلية لضمان تمويلها، لذا فإن الاستعقاقات انتقاعدية للمديرين معرضة لفطر عدم الدفع أكثر من الاستعقاقات التقاعدية للموظفين العاديين - واللافت أن الكونغرس الأمريكي يدرس به الوقت الراهن نشريماً من شأنه أن يضع العراقيل أمام الشركات به سبها الحثيث لحماية مديريها من خطر عدم تقيهم استعقاقاتهم التقاهدية به الستير²⁰.

إلا أن الشركات التي كانت تواجه مصاهب مالهدة ية النامني كانت ية كثير من الأحيان تعمد إلى شراء بواليص تأمين خاصة بهماشات التقاعد أو إلى إبداع مبالغ مالية مضمونة على صورة أمانات لدى جهات معينية أو إلى اتخاذ شهر ذلك من الخطوات، وذلك من أجل ضمان دفع مماشات تقاعد مديرين ظك الشركات تحسية الحالات إدلامها ²¹، فهمد أحداث أبول/سيتمبر 2001، مين بعث قدرة شركات الطيران على الإيضاء بالتزاماتها المالية في خطور، لجأت شركة دلتا إبرالاينز على سبيسل المثال إلى انخاذ إجراءات وقائية تحماية مديريها ²²، ولأن حجب ظك الأموال عن مديني ظك الشركات وضمان بتائها بهيداً عن متاولهم سهادي إلى تدريض الديرين لاستحفاظات ضريبية إضافية. كانت الشركات بها كشهر من الأحهان تصد إلى زيادة معاشات تقاعد مديريها لتنطية نقلك الاستعقاقات الخسيمية الله على الاستعقاقات الخسيمية على 199 من أن 50 شركة الخسيمية على نحو أن 50 شركة كبرى بها أمريكا قد وضعت خططاً محكمة لقاع مديريها معاشات تقاعديية مضمونة مثة بالمثان أو ومن المرجع أن تكون هذه المارسة منتشرة على نحو أوسع يكثير مما كان معروفاً . لأن شركات كليرة لم تكن تقر بسيازتها للل هذه الخطف تفادياً للانتقاد الذي كان يمكن أن يوجه إليها بأنها كانت تحمي مديريها من نتائج وتهات أخطائهم 25.

التعويضات اللوجلة

التعويضات الأوطة تقنية أخرى تستمل النح الديرين مبالغ طائلة من الأجر غير الرئيط ية معظمه بأدائهم الفعلي. وذلك دون إثارة الكثير من انتباء حملة الأسهم. تقدم العديد من الشركات برامج وخططة تتبح للمديرين أن يقلنوا تعويضاتهم . إلا وقت لاحق: بل إن بعض قطفه الجبر اسع بلزم المديرين جاجيل تقتى تعويضاتهم. أما علك التعويضات عتمو أثقاء مدة التأجيل القالها وفق صبح تضمها علك الشركات. ولا تستمق الطمر الب على مهائع التعويضات الأصلية ولا على زياداتها حتى موعد تقنيها . الذي عادة ما يأتي ياد وقت لاحق على وقت تركهم لأماكين عملهم. حينها تستفيد الشركات من الانطاع ضربهي على البالغ المطوعة. وعلى المعوم لدى غالبه؟ كبريات الشركات برامج وخطط من هذا النوم²⁶.

بمكن لخطط الشويسات المؤجلة أن تأخذ أشكالاً متعددة. ففي حين تلزم بعض الشركات مديريها الذين يتقاضون تعريضات سنوية بما يزيد عن المهون 3. وعني مبالغ محرومة من الاقتطاع الضربيي وفقاً لقسادة 62 (m) من قانون الإيسرادات الضربيية الداخلية، أن يؤجلوا تلقي تعريضاتهم الشيئة، أن الخليات أخرى خططاً الخيروسا بقول الميون 2 إلى وقت لاحق، تنتسد شركات أخرى خططاً اختيارية غير ملزمة، وبعض الشركات تسمح فديريها بتأجيل تلقي مرتباتهم فقط، بينما يسمح بعضها الآخر بتأجيل علتي ببينونها من استخدام خياراتهم أو من بيخ أسهمهم القيدة أيضاً، وبها كثير من الأخيان تقدم الشركات لديريها إسهامات تكبيلة لخططهم التقاعدية المؤجلة تغتلف إلا مجمها من شركة الأخرى. يشم الإدارة، وبها يشم بلا بحض الأحيان تعديد حجم تلك الإسهامات بها شراء تجالس الإدارة، وبها أحيان أخرى وفق مدين معروفة ومعلة 7.

تغطف خطاعا التمويضات الإطلام أيضاً به كيفيه واستثمار وقلك التمويضات. أي به الشركات تضبن الديريها الدير من تلك التمويضات بعد انتهاء مدة التأجيل، عدد كبير من الشركات تضبن الديريها معدلاً محوداً لقوائد استثمار تلك التمويضات (أو حداً أوني لذلك المسركات تضبن الديريها إضاضات إضافية عبر منصهم معدلات عوائد المستمار أعلى من المعدلات المستقدة عبد الشركات مديريها إضاضات إضافية عبر منصهم معدلات عوائد استثمار أصل من المعدلات السائدة به السوق، فقي عام 2001، على سبيل الثال، حين كانت عوائد مضدات الخزينة لسنة واحدة شتراح بين 3.39 بالثمة و 6.69 بالثمة و تضمنات شركتا بمن كانت الشركات الأخرى كانت تقدم ثديريها الموائد السائدة به السوق (الدراً نسبة إضافية بمنصل الشركات الأخرى كانت تقدم ثديريها المدل المتثمار لتمويضات تقاعدهم المؤجلة بساوي الموائد السائدة به السوق وعلى سندات الخزينة فيشر سنوات زائداً كبائلة عدل تمويضات تقاعدهم المؤجلة نزيد عن المدلات السائدة به السوق، وعلى الرغم من أن تمرير مثل هذا التشريع بها الكوندرس من شأنه أن يقضي على صند المززة بالذات من ميزات الكانب انتقاعدة المؤجلة المؤجلة التمويضات سنستمر بها المهائدة بها تكانية والمائدة المؤجلة المؤجلة المؤجلة المؤجلة المؤجلة المنائلة التمويضات المنائدة المؤجلة المهم من أن تمرير مثل هذا التشريع بها الكوندرس من شأنه أن يقضي على صنع الديرين ميزات مائية وتمويهية أخرى كما سنوى لاحقاً.

اختلاطات خطمة التعويضات الاجلة من خطمة (k)401

للوملة الأرثى تبدو خطط التعويضات المؤجلة مكافئة لتعلمك (400%) المروعة التي يستقهد مفهــاً المدد الأكبر من الموظفين العاديهن. لكن. كما أن صفاديق التناعد التكميلية النفاصة بالديريان تغتلف عنن مشاديق التقاعد المؤهلة التي يستقيد منهــا الموظفين العاديون. وإن مقالتك فروهاً مهمة بين خطط التعويضات المؤجلة التي تعقح للمديرين وخطط التعويضات (1404) المعروفة التي يستقيد منها المؤطفين العاديون.

وأول نتاك الضروق يتمثل في أن خطط (401٪) ثمنع العاملين فوصة إبداء أمواتهم لدى وسائسل استثمار مبهنة. لكن بغض النظر عن نوع الاستثمار فإن ما يحصلون عليه من معدل لموائد الاستثمار قبل الخصم الضريبي يساوي ما كانوا سيحصلون عليه بوسائل الاستثمار عهفها في سوق الاستثمار خارج خطط (401٪): لكن، وعلى المكس من ذلك، فإن ترتيبات <u>164 _</u> أج ون أواء _

خطط التعويضات اللؤجلة الخاصة بالديرين غالباً ما تضمن لهم ممدلات للموائد أعلى من تلك المدلات السائدة فية السوق.

فضاً عن ذلك فإن خطط (4/4) تتمتع بدعم ضربين، ية حين لا يصبح ذلك بالنسبة لشطط التعويضات المؤجلة الخاصة بالديرين، تسوم خطط (4/40) على أن يودع جزء من مرتب كل موظف مستقيد من هذه الخطاط، فلا حساب خاص لا تستحق ضرائية سوى في مرتب كل موظف مستقيد من هذه الخطاط، في حساب خاص لا تستحق ضرائية سوى في الحداث لاحق، ويوسع الشركة أيضاً أن تدفع إسهاماتها الخاصة في ذلك الحساب، وكما عي الحداث في أنتقاعد الموائد الثاركة في المراكة في تلك الحسابات تستثمر وتقمو من دون ضرائب، لا الوظف ولا الشركة بدهان أي ضربية دخل على العائدة إلى المائدة عن ذلك الاستثمار؛ الوظفون لا يدفعون ضرائب لا على الحسابات ولا على العائدة إلى حين تدفيها على حسابات خطط (4/40) كما تشاء البائغ التي تدفيها الوظفون أنفسهم، إذاً فإليداع تعويضات الوظفون أنفسهم، إذاً فإليداع تعويضات الوظفون أنفسهم، إذاً فإليداع تعويضات الوظفون أنفسهم، إذاً فالمستحقة دون أن تغسر الشركة على العنفض الشربية عن التحصر الشركة على العنفس الشربية هي التحفيل ضرائبهم المستحقة دون أن تغسر الشركة المشافة حقها في الغفض الضربية أن

بمقدور الشركات طبعاً أن تقدم التعويضات الؤجلة لديريها عبر خطط (1404). غير أن مقاد معقد (1404). غير أن مقاد معقد الدودة عليا العبائغ التي يمكن نفعها سنوياً على حسابات خطط (1404). فتي السنة الطحريسة 2004 أم يكن بوسم موظف مشمول بغطة نظامية من خطيط (1440) أن يؤجل أكثر من 513,000 من تعويضاته على مدار السنة ¹¹. ولكي تمنح الشركات مديريها طرصة الاستفادة من مبالغ تتخطى هذا الحد معدت إلى اعتماد ترتيبات التعويضات المؤجلة الخاصة بالديريس خارج إطار خطط اله(4) التي تتبتع بمماسلة ضريبية تقضيلية. إذاً قالتعويضات المؤجلة الخطط لا الخطاء الخاصة بالديرين السنة عقد غير خطاء الخاصة بالديرين السنة عقد غير خطاء الخاصة بالديرين التناعدة الأساسية للتعويضات المؤجلة الخاصة بالديرين.

ومكـذا ضإن الشركات لا تكتفي بالإسهـام بتعسنها بلا حسابـات التنويضــات المؤجلة الخاصــة بالديرين لهجري استثمارها بعدئذ بــلا ضريبة كما هي الحال بالنسبة للموظفين الماديـين، بــل إنها تمجز عملهاً جزءاً من أجر الديــر في كل سنة وتضمه في حسابه الخاص

وتسمح لذلك المساب أن يقمو بمعدل سقوي ثابت ومتفق عليه سلفاً. لتعود وعدهع للمدير علاً وقت لاحق جمعها خلك فلهالغ فلمتجزة بالإضافة إلى عائداتها.

بالطبيع ندهيع الشركة ضربية على الدخل الدني عليها تحقيقت من أجل دهيع عوائد مسابات التعويضات اللإجلة الخاصة بعديريها، ومن نامية أخرى، او كانت علله التعويضات اللإجلة قد دهمت للمديرين وقت انتقالها إلى حسابه، لكان استتعرفا بلا السوق ودهج ضربية دخيل على عائد اتها، إذا فكما هي الحال مع مساديق التقاعد التكميلية الخاصة بالديرين، تقدوم خطط التعويضات اللإجلة الخاصة بالديرين بتحريرهم من بعض أعبائهم الضربيبة وتحميلها الشركات التي يديرونها 37.

حينما بشباوى الوفائدين والشركات في معدلات الضرائب الفروضة على دخولهم وبلا فيراقهم على استثبار أموالهم. نقدو خطط الشروضات تلؤجلة الخاصة بالمديرين. مثالها بلا ذلك مثل سناديل التقاعد التكبيلية الخاصة بهم. غير قادرة على خفض مجموع الأعباء الضريبية الفروضة على الوفقسين والشركات مماً. بل إنها مقابل كل دولار تغفضه من الأعبياء الضريبية الترتية على الدير تثقل كامل الشركة بدولار إضابة بزييد من أعبائها الضريبية. إذاً، خطبط التويضات اللوجلة الخاصة بالديريين. مثل صناديق التفاهد التكبيلية الخاصة بهم وعلى مكس خطط (1940) وسناديل التقاعد المؤهلة التي يستنيد منها الوطنون العاديون لا تقدم أي مكاسب ضريبية حينما يتساوى الديرون والشركات بلا معدلات الضرائب الفروضة على دخولهم وبقا فدراتهم على استثمار أموالهم 33.

وكسا هي الحسال بالنسبة لمستاديق التقاعدة التكميلية الخاصة بالقديرين أيضاً، هناك بالطبع العديد من الحلالات التي قد تؤدي هيها خطط التدويضات اللوجلة الخاصة بالديرين، التي تغرج من إطار خطياً، (100 إلى زيادة أو نفصان حجم التيمة الكابة الناحة الشركة والدير معاً ¹⁴, هند يفرض على دخل الدير معدل ضريبي يفتلف عن ذاك المفروض على دخل الشركة. حتى او نساوى كلاهما (أي الدير والشركة) في المعدل الضريبي المفروض على دخلهما، فقد تحرز الشركة فدراً أكبر من العائدات مما يحرزه الدير (مع أن ذلك الاحتمال ضغيل بالنسبة للشركات التي تعتم بقدرة كهيرة على أيجاد مصادر تمويل إضافية، كما سيق تنسأ أن رأينا أشاء مناشئة، الموضوع صناديق الاتفاعد التكميلة الخاصة بالديرين)، إلا أنه <u>166 _</u> أجر يون أواه ____

ما من سبب منطقي مقنع بجعضا نمتند أن تأجيل تعويضات الدير أمر مجد لجميع الأطراف ع غياب الففض الضويبي الذي تضمته الخطط المؤهلة، بل على المكس من ذلك. قد بكون العسب الضويبي الإضلية على كاهل الشو كنة أكبر من الففض الضويبي الذي يحصل عليه المدير من جراء اعتماد خطط التمويضات الؤجلة. فيكون العب الضويبي الكلي الذي يدهفه للدير والشركة مناً للحكومة قد ازداد بسبب اعتباد علك الخطط.

لتفترضن على سبيل المثال مديراً على رأس شركة مربعة قد وعده مجلس إدارة الشركة بمصدل عوائد على تعويضاته المؤجلة مرتبط بأحد مؤشرات سوق الأسهم. لو استثمر الدير تلك الأسوال في البروسة كدى أحد سناديق الاستثمار في السوق، لاضطر لعنج منديية دخل على عوائد ذلك الاستثمار بمعدل يساوي ما يعفع عادة على عائد دووس الأموال العدرالية على فلدى الطويل. وهو ما قد يصل في أعلى فهمة له إلى 15 بالثة (ومقاً لمطبات العام 2004، أما يلا حال تولت الاشركة استثمار علك الأموال -سواء بلا الأسهم عينها. أم يلا أسهم أخرى. أم حتى في أسهمها الخاصة - فإن عوائد ذلك الاستثمار ستخضع لضريبة دخل الشركات التي قد تصل إلى 35 بالله⁵⁶.

لدنا يبدو مستفرياً أن يلجأ 90 بالله من الشركات إلى اعتماد خطف التعويضات الأولاة المناصبة بالديرين للتمهم للزيد من الأجسر 37. وكما هي العال بالنسبة لمسئاديق التقاعد التكويف التقاعد التقاعد التعريف الدين التعريف الت

مؤهلـة نــادراً ما يودي فعلاً إلى تعطيم القهمة الكلية للمدير والشركة مماً. أي نادراً ما يكون بلا معالمهما الاشترك.

الكاسب النمويهية

على الرغم من أن الكاسب الرجوة على صديد الجدوى من ترتيبات منح الديرين تعويضات مؤجلة بعيدة كل الهدد عن أن تكون واضعة ، إلا أن ما تقدمه تلك الترقيبات للمديريان من مكاسب تعويهية هو الأمر الأساسي، صحيح أن التعويضات المؤجلة يجب أن يصارح عنها على جداول التعويضات، وذلك في المام اللذي تكون فهه طلك التعويضات قد مفحت ، إلا أن المكسب الأساسي الذي تقدمه كلك التعويضات المؤجلة للمديرين يكمن بلا أن عوائد تلك التعويضات -المفهة من الضرائب التي تتراكم يلا كثير من الأحيان وفق معدلات أعلى من مثيلاتها في السوق - تبقى في منأى عن مرأى التراقيين الخارجين.

حتى عندما لا يكون معدل العوائد الاسمي على التعويضات المؤجلة أعلى من معدل السوق.
فيان المدل العملي لما يجنبه الديرون من ترغيبات التعويضات المؤجلة أعلى من معدل السوق.
مصا تبدو عليه الأمور، وذلك بسبب ميزة عدم عضح الديرين لأي ضريبة على ظالد الأرباح.
ففي حين بجب على المديرين بفع ضريبة الأرباح على ما يجنونه من استثمارات خارج إطار
ترتيبات التعويضات المؤجلة، بمقدورهم استثمار أموالهم في إطار على الترتيبات معنية من
الضرائب على حساب الشركات التي يديرونها. إلااً، منا دام معدل العوائد الذي تقدمه
ترتيبات التعويضات المؤجلة المديرين أعلى من المسدل العملية (بعد احتمال الغيرائب)
الذي يستطيمون تحقيقه في إطار استثماراتهم الخاصة، فإن الديرين يجنون أرباحاً كبيرة
ومقيقية لا تظهر في جداول التعويضات الملقة. لقد ورد يلا تقرير نشرته مسعيفة نهويورك
نايمرز على سبيل القال أن روبرث جويزويقا مدير شركة كوكا كولا تمكن من استثمار مبلغ
مليار لا من تعويضاته المؤجلة دون ضرائب وعلى مدى 17 عاماً
الأ. وقد تولت شركة كوكا كولا
دفع بيان الحساب عبر دفع ضريبة الدخل على ما جنته من أموال كانت يحاجة إليها من أجل
نغطية الموائد التي ضمنتها لمديرها وربرت جويزوينا على حساب تعويضاته المؤجلة.

إضافته إلى ذلك وبينما تقدم خطط (1404) للموظفين الماديين عوائد تكافئ تلك السائد وقية الماديين عوائد تكافئ تلك السائد وقية السود وقائد تكافئ تلك النادج في الموضات الإنهام الديد من ترتيبات الانموضات الإنهاء الانهام الدير من ترتيبات الانموضات الانهام الديرون الم يحملوا فقط على عوائد استثمارية معفاة من العنز الب الكن على حساب شركاتهم - بل إنهم قد حصلوا فضلاً عن ذلك على معدلات عوائد أعلى من مثيلاتها الإنهام وقد حصلوا فضلاً عن ذلك على معدلات عوائد أعلى من الديرون الم بعدد عن مرأى المراقيين النادجين إلى حد بعيد .

تلاز مهيئة الأوراق والأسواق القالية الأمريكية الشركات بأن يصدر حواء للا جداول تمويضا انهم الملشة عن العواشد التي يجنبها كل مدير من تعويضاته المؤجشة بلا ذلك العام بمعدل يغوق معدل عواقد الاستثمار بلا السوق، ويلا حال ضمان معدل ثابت لمواقد التعويضات اللؤجلة، فإن عبدارة مقوق معدل عواقد السوق تعني شريقاً المعدل الذي يفوق 120 بالثلا من معدل عواقد رؤوس الأموال الفدرالهة السائد والمتعد من قبل مصلحة الإيدرادات الضربيبية الداخلية بناريخ تحديد المعدل المضمون لمواقد التعويضات المؤجلة، وعبر استقلال هذا التعريف المعدل الدواقد الذي يقوق معدل عواقد الدوق، تمكنت الشركات بلا بعض الأحيان من مقد مديريها معدلات عواقد أعلى من تلك التي بمقدورهم الحصول عليها بوسائلهم الخاصة، وذلك دون المجادة للإفصاح عن تلك المواقد بلا جداول التعريضات المطنة.

بعد هذا التعريف لمعدل الموائد طويل الأمد الذي يفوق معدل عوائد السوق. والذي نيئته هيئة الأوراق والأسواق المالية. سبغهاً على نحو خاص لأنه يترك ليجالس الإدارة حرية اختهار وقت تحديد معدل العوائد الثابت بما يخدم مصلحة الديرين. فنندما ترتقع معدلات عوائد المسوق ورؤوس الأموال القدر الية وتقدو أعلى من المعدل الضمون لموائد تعويضات الديرين المؤجلة. فسنطيع الشركات بيساطة اعتماد معدل أعلى سن المعدل السابق. وما دام المعدل المجديد لموائد تعويضات المديرين المؤجلة أشل من 20 بالمائة من المعدل المديد المرافظ لموائد درؤوس الأموال القدرالية، فإن الشركات تبقى غير مفزمة التصريح عن تلك الموائد لم جد اول تعويضات مديريها المائة. أما في حال انخفضت مصدلات عوائد السوق ورؤوس الأموال الصوائد السوق ورؤوس بالت الأن أحلى من 20 بالله من معدلات السوق. ولما كان شرط الإفصياح عن العوائد يرتبيط بمصدق العوائد السائد في السوق على رؤوس الأموال الفعر الهية وقت تحديد معدل العوائد المفوحة للمدير على تعويضاته للؤجلة، فإن ظك العوائد الشغوعة على حساب المدير لا تظهر فية جداول التعريضات الملقة مهما انخفضت معدلات عوائد السوق لاحقاً.

أضيراً، قصنى العوائد الناتجة عن معدلات أعلى من العتبة التي وضعتها عينة الأوراق والأسواق المالية، من المرجح ألا تظهر بكاملها للة جداول التمويضات الطلقة، إذ إن إلز امية التصديب تنتهبي يتقاعد المديس، على الرغم من أن المدير غائباً ما يستصر بالتمته بممال العواضد المرتفع إلى ما بعد تقاعده، إن مثل هذا النيض من مكاسب ما يعد التقاعد -والذي قد باخذ حجماً كبيراً جداً - لا يظهر على الإطلاق في جداول التعويضات التي تمانها الشركات أمام الرأي المام.

وكسا هي الحسال بالنسبة كسناديق التقاصد التكبيفية الفاصدة بالديرين، فإن خطط التمهيف. الخواط قد تموّض الديرون لخطر الخسارة بلا حال إعلان شركاتهم إقلاسها. ففي حدر المن قرح خطط (الخسارة بلا حال إعلان شركاتهم إقلاسها. ففي حدر المن أصولها وموجوداتها ووضعها ففي حدر المن أصولها وموجوداتها ووضعها بلا مضاي عن مدينهما لضمان قدرتها على دفع مستحقات موظفهها من تلك الخطط، تبقى لا ترتيسات التعويضات المؤجلة الخاصة بالديرين مجرد وعمود مقدمة من قبل الشركات للمديرين بأن تدفع لهم مبالغ مدينة على هيئة تعويضات بلا المستقبل. غير أن حقوق الديرين بلا تلك المبالغ ليستميل. غير أن حقوق الديرين بلا تلك المبالغ ليستميل في الحال بالنسبة للمديرين التعادل التنسبة تطريفاً من شائعة أن يصحب على الشركات محاولتها حماية مديريها من هذا الخطر. غير أن الشركات الخطرة لا تصابق مديريها من هذا الخطر. غير الشركات الخطرة لا تصابق مديريها من الشركات للتمان حصول الديرين على تعريضاتهم الأوجلة حتى بلا حالات إعلان الإفلاسي، إضافة إلى لتشان مصول المبالغ النسال لشمان عصول الديرين على تعريضاتهم الأوجلة حتى بلا حالات إعلان الإفلاسي، إضافة إلى ذلك دأبت المديرية كثير من الأحيان على متوبا الدي بمحب تعريضاتهم المؤجلة على معلومات الشاسة على معلومات المناسة على معلومات الماسة على معلومات والمحاسة على معلومات والمحاسون من مصادرهم الخاصة على معلومات

____ أم يوزدا. ___

نفيد بأن شر كتهم على وشك إعلان إفلاسها. فقيهل دخول شركة إنرون ية إجراءات إملان إفلاسها على سبيل القال سعب مديروها مبالغ طائلة بملايين الدولارات من حساباتهم يلا خطط تدريضاتهم مؤجلة.

بالنسبة المديريين وأصداقاتهم بين أمضاء مجالس الإدارة. وإن صفاديق التعاهد التكميلية النقاعة النقاعة والدوام مفيدة جداً. والنسبة الديرين واجراءات التدويضات الوجلة كانت على الدوام مفيدة جداً. فلقد نووديم بأدوات مفيدة بدأً بل تعرير مبالغ كبيرة من التدويضات غير المرتبطة ببالأداء إلى حساباتهم الخاصة، وذلك عبر سواديب بقيت بلا قواعد التصريح الراهفة ببعيدة إلى حد كبير من عهول الرافيين الخارجين، وكما عبر أحد المطلبن الاقتصاديين المناصبين بلا تصبيح غياد المثلين الاقتصاديين المناصبين بلا تصبيح غياما التدويضات، فإن الإقتصاح من ذلك المدد الكبير من خطوات تدويضات المرجلين – الماشات الاتفاعدية، وصفادي التقاعد التكبيلية الخاصة بالديرين، والتدويضات المرجلة الخاصة بالديرين، مصادد ما عن القيمة القديرين – لا يجيب على نحو صميح على السؤال الأساسي الذي مضاده ما عن القيمة القديلة التي يتوفيها الدير من مجل هذه الخطط لدى تعاهدية 0.6.

هبأت ما بعد التقاعد

تُصد عضود التعويضات الديرين فإ كثير من الأحيان بسيل من الهيسات التي سيتلفونها بمد تقاعدهم، فعلى سيبيل الثال يحصل الكليوون منهم على حق استخدام طائرة الشركة الخاصة لعدد مجدد من الساعات فإ العام بعد تقاعدهم، وذلك بغرض تتقلهم شخصها ويؤ بعض الأحيان بغرض تتقل قفراد قسرهم أو حتى ضيوفهم أيضاً. حتى إن بعض الديرين فيد حصلوا على امتهاز استخدام طائرة الشركة عدى الحهاة وبون فيد أو شروط أ⁴. ومن بين الهيسات الأخرى الاشركة الميرين إلى ما بعد التقاعد نذكر مثلاً تضميصهم بعيدمات الأخرى التين كثيراً ما تلازم الديرين إلى ما بعد التقاعد نذكر مثلاً تضميصهم بسهارات مرودة بسائدين شخصيين، وتعين مساعدين شخصيين لهم، وتزويدهم بخدمات التنظيف السائدي واحاطتهم بأنظمة الحمايمة الذولية، ومنعهم عضوية الأددية المنتقدة وبطاقات الرياضية، وتخصيصهم بديكات مجهزة ومسزودة بخدمات العاشات الرياضية، وتخصيصهم بديكات مجهزة ومسزودة بخدمات

أي بسي إم حصل لدى تقاعده على سبيل القال على حق استخدام شقق وطائرات وسيارات وخدمات الحماية «النزلية والتخطيط المالي، أما تبرينس موراي المدير الدام السابق لشركة طلبت بوسطن فكان من نصيبه 150 ساعة طيران مجاناً بطائرة الشركة الخاصة. وسيارة مزودة بسائق شخصي، ومكتب خاص لا الشركة، ومساعدين لا الكتب، وخدمة التخطيط المالي، ومنظومة حماية متزلهة أيضاً.

وسن الوجوه الأخرى نشاك الهبات تقديم المساعدات الغيرية لمنظسة يفتارها الدير المتنظسة يفتارها الدير المتناعد . « فشركة فليت بوسطين مفحت مديرها السام موراي الحق بلا تسمية الماسسات الشركة للمشروعات الخيرية التي يونظها للتضويعات الشركة للمشروعات الخيرية أن أشركة فورد فوصدت مديرها العام التقاعد ناصر بإطلاق منصة دراسهة باسمة الشخصي في المؤسسة التي يختلرها (إضافة إلى تزويده بسيارة جديدة كل عام وبخدمات التخطيط الثالي ويمكلب خاص في مباني الشركة وتدبين مساعد شخصي له على نفتة الشركة المدين مساعد شخصي له على نفتة الشركة الشركة المدينة مساعد شخصي له على نفتة الشركة الديرة).

إن الكلف الحقيقية الهيناء الهينات أكبرية كلير من الأحيان مما قد يبسو عليه الأمر في الوصفة الأولى. تتأخذ على سبيسل الثال حق استخدام طائرة الشركة من قبل الديرين في الوصفة الأولى. تتأخذ على سبيسل الثال حق استخدام طائرة الشركة من قبل الديرين المتعادين لأغراضهم الشخصية، وهي هية واسعة الانتشارية هذه الأيام. فعلى الرغم من أن حجيم الكلف المترتبة من بسراء تقديم هذه الهية قد يبسوية الوملة الأولى معدود ألاً إلا أنسة دريانخذ بها الواقع أبعاداً ضنعته جداً، لنحسب ما تكفه رحلة الذهاب من نيويورك إلى كاليغورنب بطائرة الشركة الخاصة ومن تُحمّ الإيلب بعد عدد أيام. لما كانت الطائرة الشيامة من ما تكلف ورحلة ورحلتين ذهاب كانت الطائرة إلى كالهتورنب في المعالل الدير التقاعد إلى كالهتورنب في المعاللة وهبوط وعشرين ساعة طهران تقريباً. وإذا أخذنا في الحسيان ثمن المنازعة ومضيفين ولما تكلفه المواصلة المرضية وتكافيف اعتراء الطائرة (عمرها ينقص في كل ساعمة تطيرها، والأعم من ذلك به كل عملية انطلاق أو ميسوف)، إذا أخذنا كل ذلك كل ساعمة تطيرها، والأعم من ذلك به كل عملية انطلاق أو ميسوف)، إذا أخذنا كل ذلك حسيان فإن كفة رحلة الدير المقاعد فد تبلغ نصو 50.000 كالل تعدير 60. أذا أخذنا كل ذلك والحسيان فإن كفة رحلة الدير المقاعد فد تبلغ نصو 50.000 كالل تعدير 60.000 كالمتورث كان كفة رحلة الدير المقاعد فد تبلغ نصو 50.000 كالل تعدير 60.000 كالمتورث كال كلت عدير 60.000 كالمتورث كالمقادرة المتورث كال كلت عدير 60.000 كالمتورث كالمتورث

_____ أم يوزادا. ____

شر كنة سيند انت مديوها العام التقاهد هنري أو سيلفر سان بحق الانتفاع مدى الحهاة من ملائم ة الشركة الخاصة أو من ملائرة معاقلة. يتم استقجارها بألاف الدولارات بلا الساعة. يقاحال كانت طائرة الشركة مشعولة ⁴⁷.

ليس من عادة الشركات تقديم هيات ما بعد التفاعد لوطفيها العاديين. وهناك مفطق المتحددين وهناك مفطق المتحددين وهناك مفطق المتحددين التي بدخ مبلغ المتحددين التي بدخ مبلغ المتحددين التي المتحدد المتحدد المتحدد المتحددين التحديدين التحدد المتحدد المتحددات أكثر جدول المتحدد المتحددات أكثر جدول المتحدد المتحددات أكثر جدول المتحدد المتحدد المتحددات أكثر جدول المتحدد ال

طف لا عن ذلك. من القطلي أن تثنير حاجبات الثقاعد وتتبدل مع مبرور الازمن. إذاً فالنطاق الاقتصادي يقبول إن التعويضات البينية يجب ألا تصدد على مدى مدد طويلة من الزمن، مع ذلك نرى الشركات لخ كلير من الأحيان ثمنع مديريها المامين تعويضات عينية علس الدى البعيد؛ لويس غير سنتر مدير صام شركة أي بي إم طفي سيل الثال حصل لدى تقاعده على حق الانتفاع من طائرة الشركة الخاصة وسهاراتها ومكانيها وخدماتها بإذ مجال التخطيط المالي على مدى عشر سنوات.

وصع أن هبات منا بعد التقاعد لا يمكن اعتبارها من الوجود الجدية لفسع التعويضات. إلا أنهنا توفر وسيلة فاعلة لتمويه تعويضات الديرون، إن فيسة ظلد الهبات لا يصدر عنها عند الاتماق عليها. كما أن الشركات لا تلاحظ أو نلس الكلف المترتبة عليها من جزّاء ثلاث الهبسات إلا بعد أن يكون الديرون قد خرجوا على التقاعد. وحيثها لا تعرج قيمة ثلك الكلف يلا جداول تعويضات الديرين الراهنين التي تثير انتهاد المرافيين والهندين. فهبأت ما بعد التقاعد توفر إذاً وسيلة جديدة تضاف إلى ما سبق ذكره من وسائل أخرى لقع الديرين قيمة إضافية دون الحاجة لذكر ظك القيمة الإضافية للا جداول التعويضات الدائبة أو حتى إدخال فيمتها الحقيقية للا حساباتها اللللة.

عقود الخدمات الاستشارية

كسا هي الحال بالنسية لهيسات ما بعد الققاعد، فإن عقود الاخدسات الاستشارية نقدم فلمديرين حجماً كيسراً من القيمة المشافلة، فقلك المقود عادة ما تضمن للمديرين العامين المقاعدين أجراً سنوياً لقاء «جهوزيتهم» لقديم النسع والشورة للمديرين العامين الجعد لصدد محدد من الساعات في الشهير على مدار السنة، ونطهر الإحصاءات أن ما يقارب 25 بالشة من الديرين العامين يدخلون بعد تقاعد ضم فية مقاوضات مع شر كاتهم القديمة من أجل تحصيل عقود استشارية مدفوعة الأجرةة.

فشركة أيه أو إل نايم وورنر عني سبيل المثال تدفع لديرها العام السابق المتهاعد جهرالد إم تهضرين مليون 5 سنويا لقساه خدمائه الاستشارية التي لا تتعدى خدسة الأيام بلا الشهر الواحد 49. وية الدام 2000 وعدت شركة كارتر - ووليس مديرها العام السابق هنري هويت بيان تدفع له بعد نقاعده أجراً سنوياً فسره 50,000 لقداء خدمات استشارية مشابهة لمخصات ليفين 50 وقد نقاوض تشارلز لي الدير العام المساعد سابقاً لشركة فيريزون مع مجلس إدارة الشركة على مهاغ 6 ملايين 5 لقاه خبراته الاستشارية بها السنتين الأوليين بعد نقاعده أما رزمة التقاعد التي حصل عليها رولاند أن مدير عام شركة دلتا إبر لاينز سنية 1991 . فتمنعه عقداً استشارهاً بتيمة 5.5 ملايين 5 على مدى سبع سنوات يقدم فيها خدماته الاستشارية للشركة بها الزمان والمد الزمنية التي نئاسية وبأهل قدر ممكن صن الإزعاج، وفق سا ورد به سجلات الشركة المفلنة أ⁵ بيضمن العقد المهرم مع الشركة للسيد أن أو لورنته مبلغ 50,000 سنوياً عنى بهارا عاقمة النامة أو وفائه 50.

إن صداة المضود الاستشارية إنما تقدم الأجهر السهل والمضمون لقساء جهوزية الديرين القدامس تتقديم الشورة. لا تقساء معل فعلي يقدمونه، وعسادة لا تستغيد الشر كاب من ظاف الجهوزية التي يدفعون ثمنها باهطأ سوى نادر، فيغض النظر عن الأسباب والمسوغات نجد الديريس المامين الجدد عامة غير مهالين لأن يتشدوا النصح من تطراقهم السابقين. ⁵³ ام ووفار _____

فوضاً للتقارير . لا يتحدث السيد أن الدير السام المتناهد لشركة دلنا على سبيل المثال إلا شادراً مع مديرها العام الجديد ليو مولين. ويؤفران الخبيراء الاستشاريين في نصعيم درم الانمويضات، فإن الديرين افتقاعدين لا يقدم من للشركة في إطار عده العقود الاستشارية. ويم أحسن الأحوال. إلا قدر مشهل جداً من القيمة العنفية. فكما يقول فراتك غلاستر مدير عمام مجموعة تصميم التعويضات، ايست ظلد العقود الاستشارية في معظمها سوى وسيلة لرضع حجم تعويضات نهاية خدمة للديرين التقاعدين. ووفقاً لخبير أخر يعمل في حفل تعويضات الديرين، هو أثن جونسون، فيإن دغالية للديرين التقاعدين لا يقدمون سوى القابل من الخدمات لقاء ما يتقاضونه من أجر: إذ عادة ما تكون طلبات (المديرين الجدد).

وكما من الحال بالنسبة لهيات ما بعد التقاعد خإن الأجوز التي يتقاها الديرون التقاعدون في إطار عقودهم الاستشارية لا تجد طريقها إلى جداول التعويضات الملاقة؛ لأنها تمهم لهم في وقت لا يصودون فهه على رأس عملهمم. إلا أن الفارق بين الوسيلتين يكسن بلا أن المقود الاستشاريمة تسمع لجالس الإدارة بأن تزود الديرين بالثال نقداً لا على شكل هيات عينهة ¹⁴. وبية الواقع فإن أجوز المشود الاستشارية هي في الأساس جزء مـن تعويضات نهاية الخدمة. موزعة على نقمات، ومقدّمة بية مهنة أجوز تدهم لشاء عمل يقوم به الدير بعد تقاعده.

إذا كانت أجور همذه العقود الاستشارية مجسره وجه من وجوه التمويضيات النقدية للا لضاحة المنافقة المنافقة

ما يتقداه أولتك الديرون التقاعدون من أجور وما يقدمونه من إسهام في تعظيم فهدة أسهم شركاتهم. لا قبل تعاعدهم ولا بعدم

فصل الأجر عن الأداء

على الوغم من أن الفصول اللاحقة ستنافش بثيء من الإسهاب مشكلة عدم وجود رابطة فوي بين الأجر والأداء في ظل ما هو سائد من معارسات مشلقة بأمور التعويضات التي تقدم للمديرين. فإن من الجديس ذكره هذا أن الكلس، انتقاعدية التي نافشناها في هذا الفصل مستقلة إلى حد بعيد عن أداء أوثلك الديرين. هستاديق التقاعد التكميلية الخاصة بالديريين تقدم لهم من حيث تصميمها بعض العوائد الإضافية على تدويضاتهم النقدية. وذلك بغض النظر تماماً عن أدائهم القملي. كما أن التدويضات المؤجلة تمتح المديرين فهمة إمنافية عبر زيادة دخلهم على نعو معنى من الضرائب وبعدلات تقضيلية لا ترتبط عادة لا من فريب ولا من بعيد مع أدائهم الفطي، وعلى نحو مشابه فإن هبات صابعد التقاعد والمقود الاستشارية التي يحصل عليها الديرون بعد تفاعدهم عادة ما يجري الانتاق عليها وتنبيتها سلقاً دون أي ربط بالأداء المستقبلي للمديرين.

هد يقول فائل: إن المكاسب انتقاعدية هدنه إنما تأتي نتيجة مفاوسات موضوعية مهنية على مطال الذراع بين الديرين ومجالس الإدارة؛ لأنها تقدم وسيلة النج الديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بطريضة أكثر كفاءة من الناحية الضريبية الداخلية تحدد عنية مليون المتفق عليها: إذ إن المادة 62 (m) من فانون الإيرادات الضريبية الداخلية تحدد عنية مليون \$ لكل مدير كعد أعلى لجموع التعويضات الستوية غير المرتبطة بالأداء التي يمكن إعفاؤها من ضريبية الدخل. تصحد الشركات إلى الالتفاف حول هذه القيادة التي يمكن إعفاؤها الاستفادة من الخفض الشريبي عن طريق منح الدير التعويضات غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعده، ية وقت لا تصود تلك القيود مفروضة التطبيق. لو كان من البعدي فعلاً - لسبب أو لأخبر ، أن يتم منح الديرين هذا الحجم الكبير من التعويضات غير المرتبطة بالأداء، لكان غشاك تفضيل ضريبي للقيام بذلك من ضمن رزمة التكاسب التفاعدية لا على هيئة أجر غشاك تفضيل ضريبي القيام بذلك من ضمن رزمة التكاسب التفاعدية لا على هيئة أجر

تلبك القهمة بلا مقاي عن مراقبة حملة الأسهم همسب. بل بلا مقاي أيضاً عن تطبيق المادة (m)162 من قانون الإبرادات الضربيبة الداخلية.

لنوسلمنا جدلاً بجمدوى منع الديرين حجماً كبيرة وثابناً سن التدويضات غير المرتبطة ببالأداء. فإنه من مصلحة حملة الأسهم بالطبح أن يتم تطبيق الخفض الضربييي ملى كامل تلك التصويضات، لذلك قد يفضل حملة الأسهم. بإذ حال لم تكن أمامهم أي خيارات أخرى، ان يتم دفع معظم تمويضات الديرين غير المرتبطة بالأداء بعد تقاعد الديرين، حيث لا تعود المادة (6) (m) من فانسون الإيرادات الضربيية الداخلية فادرة على تقييد حجم التمويضات الذي يخضع للخفض الضربيي، غير أن السؤال الأمم يتجنى فيما إذا كان من المجدي فعلاً منح المديرين ذلك المجم الكبير من الأجر غير المرتبط بالأداء، إن منا تقدمه الكاسب التقاعدية من إمكانيات تمويهية كبيرة لا يفتصر فقط على جعل حجم التمويضات الكلي في جداول التمويضات الملتة بيمو أصغر مما هو عليه فعلاً، بيل إن الكاسب التقاعدية نعفي أبضأ المجم الحقيقي للجزء غير المرتبط ببالأداء من تلك التمويضات وتجمله يهمو أصغر

و) قروض الديرين

ية 31 كانتون الأول/ديسمبر 1998، كطمنت لائمة القروض الطنبونية من شركة كونسيكو (المتوحة لكبار الوظفين والديرين) الأسماء والقيم الأثية، للسيد هيلبرت \$106.982،175، لسيدة غونيو \$29.362.942، لسيد دينك \$29.362.440، تلسيد كوس \$17.539،752، للدكتور ديكانشر \$17.539,752، وللسيد غولفاوير \$24.871،750.

التصريح الإعلامي الوجه لسيمي شركة كونسيكو عاد 1999

على الرغم من أنه لم يعد مسموحاً للشركات السهمة العامة بع الوقت الراهن أن تمتع القروض لدبريها، فإن ممارساتها السابقة بلاهذا اللجال تشكل خبير مثال على عمليات التمويه والخداع التي كانت تجري بها داخلها.

فلقد جرى استعمال القروض القدمة للمديرين غضاء لتحهم حجماً كبيراً من التعويضات غير الرتبطة بالأداء بطريقة لا تثير انتباء الراقيين الخارجين.

الانتفاع من القروض

كانت الشركات في الفاضي تعقيع القروض بكارة لديريها وكبار موظفهها أو نضمن لهم تقسيم تلك القروض من قبل طبرف ثالث أم وكانت غالبية تلك القروض تقدم دون كفائة أو فقسط بكنالة ملكهة أسهم الشركات عينها إضافة إلى ذلك كانت قوائد غالبية القروض أ أخفض من الفوائد السائدة في السوق. حتى إن شبية كبيرة منها كانت تمنع دون فائدة. وفضلاً عن ذلك كان العديد من عك القروض يُشطب نهائهاً.

حينما تقدمت شركتا وورك كوم و كمارت وغيرهما من الشركات التي كانت تمقع مديريها فروضاً مُسطّمة بطلبات إعلان إفلاسها عبام 2002، بدأت سمعة القروض تتحدر وتتخذ منحى سلبهاً بلا الرأي المام، هذا ما دعا مجلس النواب إلى تضمين فانون سارينس- أوكسلي المسادر عام 2002، حطراً بعنم الشركات من منح القروض لديريها وكبار موطفيها إلا يلا حسالات استثنائية ونادرة جداً²، غير أنه جرى استثناء القروض الجارية من ذلك الحطر. كلتيجة لذلك استمر الديرون بلا قطف الكاسب بعلهارات الدولارات من فروضهم الجارية حسى بصد دخول ذلك القانون حيث التلفيذ ³. وعلى الرغم من أن منح القروض لم بعد يلا الوقت الراهن خياراً متاحاً أمام الشركات تقدم عبره التمويضات لديريها. إلا أن الإقبال بمهادين إلى اختيار ثلك الصبح تحديداً من أشكال التمويضات التي تسمح بالقدر الأكبر من التمويه والخداء.

يعد القرض الذي مقعته شركة وورد كوم لديرها ألمام برناره إبرس من أكثر القروض الشي داع صبيعا وشاولتها الأقلام والأسن بالنقد⁶. يها للدة المتده بين أيلول/سبتمبر عام 2000، وبدايية عام 2000، منعت شركية وورند كوم مثات ملايين الدولارات حما بهادل نعو 00 بالشية من التفضيات الفقدية بها ميزانية الشركة - على نعو مباشير أو غير مباشر للسيد إبرس كتروضي دون كفالة, وذلك لمساعرته على تمديد دين هامشي بها حساب الخاص المرتبط بنشأطه كسميار، بمقابل ذلك التزم إبرس بألا يبيع حصته من أسهم الشركة. وهي منافرة المنافرة الشركة المنافرة على المنافرة بيا ذلك القروض عن القوائد التي كانت سائدة بها ذلك المين بالنسبة للحسابات ذات الهوامش الكييرة - فشركة تشارلز شواب على سبيل المثال كانت تفرض فائدة فدرها 5.73 بالمئة على الدومن ذات الهوامش الكييرة - وذلك على الرغم من أن القروض التي منحت للسيد إبرس كالت منافرة القروض التي منحت للسيد إبرس الموضن الهامشية المثلة بفائدة كييرة التي كانت تنطئب ما يضمن تسديدها .

عندما ترك إبرس شركة وورك كوم كان ما يز ال مديناً لها بمبلغ قدره 408 ملايين S. ووظأ تترتيبات إنهاء خدمته . فقد أُمهل حش عنام 2008 ، فكي يرد ديوله للشركة . لكله من المرجح ألا يسرد سوي جزء بسير من ذلك المياغ الضفع. فيعد إهلان شركة وورلد كوم إفلاسها غدت حصسة إبرس التي التزم صدم بيمها عديمة القيمة تقريباً. ولذلك لم وأن يتمكن من تسديد الأفساط الستحقة طهه وفق الترتيبات المذكورة أنفأ⁵. أو كان إبرس قد استدان فرضاً نظامهاً من شركة سمسرة أو مقاولات وبقائدة مرتقعة. لما حل بالقرض ذلك القدر البين الذي حل بشركة وورلد كوم. طالقرض المادي كان سيضع يده على كنائلة المقرض. وهي حصته من أسهم شركة. ويبيعها لتقطية القرض بلا الوقت التاسب حين كان سعر طك الأسهم لا يزال

بالطبيع هذاك أملاء أخرى عن شركات منحت مديريها قروضاً ضغمة أو ضمنت لهم مثل الله القروض. فضي سام 1999 على سبيل المثال قدمت شركة كونسيكو لديرها العام ضمات الح البندس فني سام 1999 على سبيل المثال قدمت شركة كونسيكو لديرها العام ضمات الت بنفسه فروضاً بغيمة 175 مليون 5 كما ضمنت للمديرين الأخرين منعهم قروضاً بلغ مصول لهم بها ملكية أسهم الشركة. وعند ما خسرت تلك الأسهم معظم قربتها في السوق لاحقاً أ. لبنات الشركة إلى منع مديريها فروضاً إضافية بمثنات الخلايين من الدولارات بنهة تمكينهم صابح أربات الشركة المام الأوتى أن بلغ حجب القروض المنوحة للديرين حداً فإلى معه صابح أربات الشركة للمام 1997 والذي كان قد بنه 75 مليون؟ أ. وقد بنهت مئات ملايين الدولارات من طلك القروض حتى منتصف عام 2004 غير مسددة أ. وعلى نحو مشابه ضمنت شركة كومديسكو لمديريها فروضاً بأكثر من 100 مليون 5 بنية تمكينهم من شراء حصص لهم بها ملكية أسهمها. التي انعفض معترها فيما بعد على نحو عصوبي إلى القاع أ- كذلك أفرضت شركة تابكو مديرها المام مبلغ 65 طهيون 5 نصويضاً له عن متكانه مربطة 66 بكونات شركة تابكو مديرها المام مبلغ 65 طهيون 5 نصويضاً له عن متكانه من التعال مقر عمله.

على الرقم من أن غالبه القروش الفتوحة لديري باقي الثمر كات كانت أصغر حجماً من القروش التي منعتها شركات ويولد كوم أو كونسيكو أو كومديسكو أو تايكو. إلا أنه مما لا شبك فهه أن نلك المارسة كانت واسعة الانتشار. فقد خلمست دراسة فاست بها ممكتبة الشركات، وهبي شركة أبصات مستقلة. إلى أن أكثر من 30 بالثلثة من أكبر 1500 شركة بها أمريكا كشفت بة بهاناتها الاقتصادية التعويمية للعام 2002، أنهنا قد منهت مديريها قروضاً نقدية ألا بلغ متوسط حجم كل منها 11 مليون 2. كما أظهرت ثلك الدراسة أن <u>180</u> أم ووأدا. _

مجموع الديونية الداخلية بلا تلك الشركات على هيئة فروض بلغ 4.5 مليارات ونصف اللهار \$. ومع أن الاكثير من تلك القروض القدية جرى ربطها بشراء أسهم الشركة المائسة. إلا أن عدداً كبيراً منها صرف لأغراض أخرى، مثل تحسين طروف الميشة أو بهدف الاستثمار بلا أسهم الشركات الأخرى. لا السوق وما إلى ذلك من الأغراض التي من الواضع أنها لا تمت إلى المعل بلا الشركة المائمة بأي صلة. فضلاً عن ذلك فإن أكثر من 25 بالمئة من الشركات الشي كشفت أنها منصت القروض لديويها لم تكلف نفسها عناء ذكر الأغراض التي من أجلها منصت تلك القروض أ.

هل منح القروض يتدرج ضمن إبرام العقود على مطال النزاع؟

إن غالبية الموطنين يقصدون البتواند. لا أرياب العمل. من أجل الاقتراض. ومما لا شكد فهده أن الشركات كانت ستؤدي دور البنسك بالنسبة تجميع موطنيها. وليس فقط بالنسبة للعديريان. قد و كانت قادرة فعالًا على القهام بذلك بكفاية وفاعلهـ أكبر من البنوك. و أغلب الخطف أن الشركات لا تؤدي ذلك الدور على نحو مقتطم لأنها بيساطة لا تعلك أي أفضلية تقاضيــة على البنوك الخارجية في تقديم الخدمات المسرفية. وبالقمل فقد خلصت كالأين كابل و كولديب شاستري في دراسة لهما إلى أن غالبية الشركات التي تقدم الفروض لديريها تتعمل تكاليف إطراض أعلى من تكاليف الإقراض التي يتعملها القرضون التقديديون أذا ولما كان الافتراض من المسارف ميسراً للمديرين بدرجة نيسره نفسها ليائي الوطفين على الأقل، فإنه من غير المتوقع أن تلجأ الشركات، التي تتعاقد مع مديريها وموطفيها وفق مبدأ المساومة على مطال الدراع، إلى تقديم القروض للمديرين دون يافى الوطفين.

زهــاه 40 باغثـة مـن الفروض تقــدم للمديريـن بهدف تمكينهــم من شــراه المزيد من أــهــم شركاتهم أ⁰. وعادة ما يما غير بــأن إقراض المال للمديرين بنوالد تفضيلية من أجل تحقيس ذلك الهدف يصب بلؤ صالح حملة الأسهم. وذلك عبر جمل مصفحة الديرين تقفى ومصلحــة حملة الأسهم. لكن. حتى لو كان تقديم المواضر المالية للمديرين لافتراض المال وشــراه حصص أكبر ـلؤ شركاتهم أمراً مطلوباً، فإنه ليس من الاضروري أن تقوم الشركات نفسها بتقديم تلك الفروض. لنفترس على سبيل المثال أن شركة ما ترغب لا تشجيع مديرها على استدانة فرض بقيمة مليون \$ لتدكيلة من شراء حصة له من أسهم الشركة. بوسع الشركة تحقيق ذلك عن طريق إفراض الدير ذلك البلغ من للآل مياشرة بفائدة أدنى من السوق بنقطتين ملويتين على سبيل المثال. لكنها. وكهديل لهذا الأسلوب، تستطيع أيضاً أن تبعل الدير يقتوض ذلك المياة من السوق وبالفائدة السائدة. وتأخذ بيساطة على عانتها أن تصفح قه كل عام ما يكافئ طائدة مقدارها 2 بالمئة من فهمة القرض حتى الانتهاء من تسديده. من الواضح أن الأسلوب المثاني يقدم الحوافز الاقتصادية ذاتها التي يقدمها الأسلوب الأول. ذكن دون حاجة الشركة للانفعاس لا عملية الإفراض التي لا تقع ضمن نطاق عملها أو اختصاصها.

لكن اللاشت أن الشركات التي تقدم القروض لديريها من أجل تمكينهم من شراء حصىص لهم بلا ملكية أسهمها لا تتخذ بلا أحسن الأحوال سوى القليل من الخطوات الكفيلة بعضم أولئك الديرين من بهم ما كانوا يمتكونه من أسهم الشركة قبل الافتراض، وكنتهجة لذلك وجدت الدراسة التي قامت بها كابل و شاستري أن قرضاً يمكن الدير من شراء 100 سهم من أسهم شركته لم يسرّد حصنته الفطية منها وسطها سـوى بشمائية أسهم لا غير أ¹. لا شبك أن نتيجة كهذه تجعل من الصعب تسويخ إجراء منح القروض، بصفته أداة فاعلة فزيادة حصة الدير بلا ملكية أسهم الشركة.

تمويه نسب الفوالد الدعومة

إن معدلات الفوائد التقضيلية التي عادة ما تلازم الدروض المتدمة للمديرين تشكل بعد ذاتها تعويضات إضافية لا يحصاون عليها في حال اقتراضهم من البنك وفق أسس التفاوض على مطأل الدراع، فعينتُذ من المنترض أن يدفعوا الفائدة السائدة في السوق. لكن 50 بالمئة من الشركات التي تقدم الفروض لديريها تقدمها دون فوائد على الإطلاق، وما نبقى من الشركات لا تفرض على القروض سوى سويات فائدة منخفضة على نصو واضح عن السويات السائدة في السوق. إن الفارق بين معدل اتفائدة في السوق ومصدل الفائدة المنوضة على اللووش كامل الدوض المنوصة عن شيال الشركات يشكل تعويضاً جارباً بدفع للمديريين ويتثل كامل الشركات الى أن يتم تسديد ظلك القروض. _____ أبع بون أواه _____

غير أن ذلك التعويض لج كثير من الأحيان لا يظهر على نحو كامل لج جداول التعويضات المائه التي تحظى عادة باهتمام الحراقب الخارجي، نازم القوائين السائدة الشركات بنشر الغارق بين مدل الفائدة الفروش على القروض المينوحة للبديوين ومعدل الفائدة السائد لج العسوق منهن عمود ، التعويضات السنوية الأخرىء من جدول التعويضات المائة. غير أن هيئة الأوراق والأسواق المائية الأمريكية لم تحدد بوضوح معنى نعيير معمدل الفائدة السائد . يط العسوق، ولذلك لجأت الشركات إلى استعمال هذا الفموض غطاءً لإغفال ذكر حجم الاسعم الناتج عن تعفيض معدل الفائدة - اللاسعة.

لقد أغفات شركة وورلد كوم على سبيل القدال من جداول تعويضاتها المنفة الأرباح الضمنية التي كانت تقدمها لديرها المام السبد إدر من على سدورة خفض معدل الفائدة المفروض على القروض على القروض المنافدة القروضة كان المنافدة على الرغم من أن مصدل الفائدة القروضة كان أفضل بوضدوح من ممدل الفائدة السائد في السدوق على القروض الهامشهية. وقد بررت الشركة لاحضاً إغفائها ذاك بأنها قد لبهائت، ولأسباب لها علاقة بالابسيط، إلى اعتبار المفائدة المنافدة المنافدة المنافدة بالانبسيط، إلى اعتبار المفائدة القروض المائمة هي القائدة السائدة في السوق، حيث كانت الشركة تقدرض بتلك الفائدة من أحد مصمادر افتراضها، لقد لجأت شركة وورلد كوم إلى هذه الميلة من أجل إغضال مكاسب معنوحة للسيد إبرس بملايين الدولارات كل عام وعدم ذكرها في جداول تعوضاتها المائة.

يذكر أن فوانين الضرائب نلزم الديرين الإعلان عن الأرباح الضمئية التي تؤول إليهم من الفروض التي يحصلون عليها بفوائد أخفض من الفوائد السائدة في السوق، وناز مهم أيضاً بدهم الصرائب المترتبة عليها، وتحدد إدارة الإبرادات الصربيبة الداخلية في الولايات المتحدة عليه الأرباح انطالاهاً من الفرق بين ما يعضه الديبرون ضلاً من فوائد لشر كانهم المائمة للقروض وما يجب أن يترتب على علك القروض من فوائد إدا ما أخذ معدل الفائدة المدل القصدرالي الذي تحدده لوائع إدارة الإبرادات الضربيبية الداخلية وفقاً لخصائص الفرض المنوح، لسوء الحظ فإن هيئة الأوراق والأسواق المائية الأمريكية لم تحذ حذو إدارة الإيسرادات الضربيبية الداخلية فإن تحديد القصود بعصدل الفائدة السائد في السوق صحيح أن اللك القروض المنوحة للمديريين وشروط منصها كانت تذكر هادة كجزه من العلومات التي تصرح بها الشركة بلا ملناتها القدمة لهيشة الأوراق والأسواق الثالية الأمريكية لدى تسجيل الماملات التجارية الخاسسة بأطراف على علاشة بالشركة، غير أن الاسركات عموماً لج تكن مجبود على التصريح بقيمة علك القروض الضحمة المنوحة للمديرين في جداول فعويضاتها - أو في أي موضع أخر من سجلاتها العامة.

إعفاه الديرين من تسديد القروض

لقد أدى إعفاء المديرين من تسديد فروضهم إلى زيادة أرباحهم الضمنية التي تموهها القروض المنوحة لهم 16. فالدير الذي يقترض المال من البنك سيكون مجبراً على تسديد القروض وفوائده وإلا فإنه سيواجه خطر مسادرة البنك لمنتكاته. لكن من غير المستنرب أن تكون الشركات. مندما تقدم القروض لديريها، أكثر لهونة معهم من البنوك. فأكثر من 25 بالمثلة من الشركات التي قدمت في بياتاتها الاقتصادية المثلة معلومات حول ما إذا كانت تطلب من مديريها تسديد القروض أم لا. أشارت إلى أنها قد أعضت مديريها من تسديد فرضهم في الماضي أو أنها تضهم من ذلك في الوقت الراهن؟

ووفق التقديرات فإن فروضاً مجموعها نحو ملهار 5. جرى منحها فهل دخول فانون ساربشى - أوكسلي عام 2002 منز التنفيذ سيجري إعفاؤها من التسديد بلانهاية الملاف. إما أقاه وجود الديرين بلا مفاصيهم واما بعد انتهاء خدماتهم ⁸³. ومن الخفت أن الشركات عندصاً تفسي مديريها من شديد فروضهم. فإنها عادة ما نزيد على ذكـك بأن تقدم لهم مهالخ نقدية كبيرة من أجل تسديد ضرائب الدخل القرنية على عملية الإعفاء هذه إضافة إلى ما يترف على عملية تقديم البالغ التقدية من ضرائب أخرى ⁹¹. _ أج وون أواء ____

للا كثير من الأحيان كانت الشركات تلتزم صراحة منذ توقيع المقود مع مديريها بأنها ستمفههم من تسديد القروض التي ستمنحهم إياها، كلها أو جزئها، وذلك شريطة تحقيق بعض المطانب، على شاكلة أن يبتى الديرون في مناصيهم مدة محددة من الزمن، إن الحوافز التي تقدمها حقورض الاحتفاظا هذه للمديرين هي في معظمها غير مرتبطة بأدائهم؛ إذ إن كل ما يجب على المديرين فعله هو بقاؤهم في مناصيهم، إضافة إلى ذلك فإن قلك القروض تمثل فرصة مناصية الإفقاء المزيد من التعويضات، إن تلك المالة النقدية الضغمة المقدمة للمديريين لم تكن تذكر في جداول التعويضات، في وقت منصها، بل في وقت لاحق عندما يتم الإضفاء رسميناً (وهو ما يحدث عبادة في السنة الأخيرة من خدصة الديرين)، فضلاً عن منا يعبر صراحة عن حقيقة عبدم ارتباط تلك الأموال بوصفها جزءاً من الأجر أو الواتب، وهو منا يعبر صراحة عن حقيقة عبدم ارتباط تلك الأموال بالأداء، بيل كانت تدرجها تحت بند شعوضات سنوية أخرى، ما يترك الأمر غامضاً وضباياً.

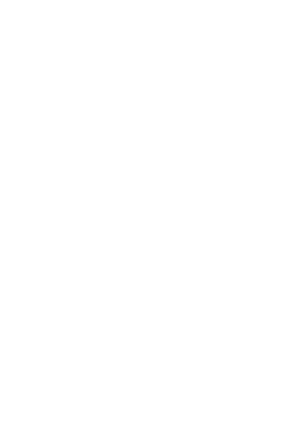
لما كانت القروض تفتح يفرض تمكين الديرين من شيراء حصيص في ملكية أسهم الشركة المانتية الموض تفتح يفرض تمكين الديرين من شيراء حصيص في أدن الشركة المانية والديرين على أن يتم التفاهم الضبغي بين الشركة والديرين على أن تحجيم الديرون من شديد القروض في حال تدهيون أسعار الأسهم على نحو كبير (أو أن تحجيم الشركة على الأقل عن مطالبية الديرين بسيد أفساط القروض ما دامت أسمار الأسهم منتفضة). إن ترتبياً كهذا يشبه من حيث النتيجة ترتبياً أخر أكثر منه كفاءة من الناجية الضريبية ويتمد منح الديرين خيارات تشراء الأسهم بسمر استخدام إجمالي يساوي فهمة القرض. أما من منظار القدرة على التمويه فهذالك فرق أساسي بين الترتبين كان يتبشل في أن منتفداً في حين لم يكان بتمثل في أن منح الخيارات كان يجب أن يدوّن في حداول التمويضات المنتة في حين لم يكن ذلك ينطبق على منح القروض.

بمكننا القول إذاً إن الشركات استطاعت عبر وسيلة منح القروض أن تقدم الديريها مزايا اقتصادية مشابهة لتلك التي كانت تقدمها خيارات الأسهم . لكن من دون أن نظهر قيمة تلك الذوابا لية جداول التعويضات المنفذة والكشوفة تماماً على جمهور المراقبين والهتمين. ومكـذا. هـإن ارتفع سعر الأسهم. ثمكن الدير من تسعيد فرضه وتمقيق الكاسب دون وجوب، تدويتها للا جداول التعويضات. وللا حال بنيت أسعار الأسهم دون قيمة القرض وجرى إعفاء الدير للا الواقع من تسديد القرض، فإن القيمة المفاة لا تظهر للا جداول التعويضات إلا بلا سنة إضرار الإعفاء، ولما كان الإعضاء غالباً ما يصدت بعد ترك الديس للشركة. فإن إدراج القيمة للمفاة للا جداول التعويضات يصدت للا وقت من للرجع أن يكون المهر فد غدا فهه غير أبه بسخط حملة الأسهم الذي سيتيره خبر الإعفاء.

تمويد عملية بيع المصنص

إضافة إلى كل ساسيق من أشكال استمسال القروض أداة لمبارسة التبويه والخداج. كانت القروض تستعمل أيضاً عَطاءً الإخفاء حجم عبليات بهم الحصيص التي كان بقوم بها الديرون وهكذا اعقاد الثانت من الديرين كل عام على إجواء عمليات مقايضة تم بموجبها تسديد القروض عبر بهم الحصيصة.

قبل دخول فانون ساريتس -أوكسني لعام 2002 - حير التنفيذ كان بجب على الديرين الذين يبيمون حصصهم به السوق أن يعلنوا عن ذلك قبل الهوم الماشر من الشهر الذي يلي عملية البيس. أما عندما كان الديرون يبيمون حصصهم لشركانهم مباشرة شديد أنفروضهم. أي عندما كانوا يجرون عمليات مقايضة. فإنهم لم يكونوا ملز مين الإعلان عنها حتى البوم تكون القروص قد وقرت عملياء العالمية القالية الشقة التي جسرت فيها عمليات المقايضة. بهذا تكون القروص قد وقرت عملياء سمع المديرين بإخضاء عمليات بهم حصصهم لمدد قاربت سنة كاملة ²⁵. ومن أكثر علك الحالات شهرة وأسوفها سمسة ما قام به ديئيس كوزلوفسكي مديد عام شركة تايكو: إذ باح حصته من أسهم الشركة التي كان يديرها بقيمة 70 مليون لا لشركة ذاتها. لكي يسدد بجزء من تلك الأموال قروضه لديها، على الرغم من استمراره به الادعياء علناً بأشه لم بيع من أسهم على بيد أن كانت أسهم الشركة قد انتخفضت على تحو كبير.



الجزء الثائث

فصل الأجر عن الأدا.



التمويضات القائمة على غير حقوق اللكنة

(10

تمانون باللة من النجاح هو مجرد نجاع طاهري. - ووياتن

لقد أدى التأثير الذي يتعدّم به مديرو الشركات في آلية تحديد مرتباتهم الخاصة إلى مصولهم على تعويضات مالية أكبر كثيراً مما كانوا سيعصدون عليه في امغاوشات موضوعهة على مطال الذراع سع أصحاب الشركات تأخذ بالحسيان الخدمات الفعلية الذي يقدمها المديرون لشركاتهم. ولعل الأهم من ذلك أنهم. أي المديرون، قد وظفوا سلطتهم الإبرام عقدود نضمن لهم أجوزاً مرتعة حتى عندما يكون أداؤهم سيشاً - وهي ترتبيات نضمت الرابط بين التعويضات المالية والأداء، وتزدي في بعض الأحيان إلى نشوء حواهز هدامة نتف مائقاً أمام تحسين الأداء، إن مسألة هشل برامج وخطط التعويضات بالا تعفيز المدين في المديرين في الاتجاد المطلوب هو ما سنركز عليه بإلا هذا الجزء من الكتاب.

صحيح أن الفاوضات على مطال السنراع بين الديرين وأصحاب الشيركات قد تفضي إلى رزم ضخصة من التمويضات لصالح الديرين، بيد أن ظله السرزم يجب أن تهدف إلى تحفيظ ألى رزم ضخصة من التمويضات الديرين، ويدري تصايم دائع ، وبالفعل فقد دافع الخبراء عن القعو الكبيرية حجمة تمويضات الديرين، ويحري تصويره على أنه تطور إيجابي وعلى أنه أمر ضروري لتحقيق النواقق بين مصلحة الديرين، ومصلحة حملة الأسهم، بيد أن الشكلة تكمن بيا أن الأموال الطائلة التي يدفعها حملة الأسهم على صورة تمويضات مالية مقدمة للمديرين لا تأوتي أكلها ولا تحفز الديرين لتحسين أدافهم العلي بانقدر التوخي، إن جزءاً كبيراً من التمويضات التي تدفع للمديرين سواء كاك التي تستدم إلى حقوق اللكية

<u> 190</u> ام دن آداد –

أم تلبك الفائسة على غير حقوق للكهة. لا يرتبط على الإطبلاق بأداء الديرين، وبلا أمسن الأحوال يرتبط به ارتباطاً ضميفاً.

سسفرى بلا فصسول لاحقة أن تدويضات الديرين النبي تستد إلى حقوق ملكية الأسهم والنبهارات عسي بلا الواقع أفى ارتباطاً باداء المديرين مها كان متوقعاً. لكننا سننظر أولا إلى البهرة والأكبر والنبهار الإكبر من تدويضات الديرين وهو الجزء القائم على غير حقوق الملكية - أي تلك النهرة الأكبر من الرحق في السوق على ألم الموقعة المناب التورين قد تضخم على نحو الرفيم من أن الجزء القائم على نحو على المعوظ بلا النقد المنصرم واستحوذ على انقسط الأكبر من الاحتمام والنقد، فإن التدويشات المائمة على نحو على عبر حقوق الملكية لا تزال تشكل جزءاً أساسياً من حجم التدويشات الكلي، ففي عبام 2002 على سبيل المثال بلغ متوسط النبائغ الدفوعة للمديرين العامين بلا الخسس مثة شركة الأكبر من الميوني دولار أمريكي على عبية روات ومكافات.

كما سنرى لاحقاً، هناك أسباب كليرة تجعل تعويضات الديرين القائمة على غير حقوق المكافئة في جزئها الأكبر قليقة الفاعلية في تصفيزهم لتحسين أدانهم. ضادة ما يتلقى الديرون الدين يؤتى بهم من خارج الشركة حتى قبل دخولهم إلى مكانبهم مكافأت صنخبة على هيئة حدايا ترجيبية تعينة، وأشاء عملهم قد يكافؤون بزيادة مرتباتهم وحتى بمكافأت تصرف لهم يكرم شديد لمجرد أن تحقق الشركة أرباهاً ليست بالضرورة ثمرة لمهودهم، ويها كثير من الحسالات قد لا يكون لهم أي فضل بها تحقيقها على الإطلاق، ومنع أن الفرض من منح المكافأت إنما يتمثل بها تشجيع وتحفيز الديرين على الأداء المهد، نجد أن الكافأت كثيراً ما تمتم على نعو ووقيلي، حتى إنها قد تمتم في بعض الأدياء للديرين كان أداوهم سيثاً،

إضافة إلى الكافسات غير الرئيطة بـالأداء يستنيد الديـرون من العديد مـن أشكال التمويضات الطنية، على غـرار التمويضات الرئيطة بالتعاعد وكذلك القروض التي يجري التمامل معها على نعو مستقل إلى حد بعيد عن سوية الأداء الفعلي. كما إن الترتيبات السخية لتعويضى نهاية الخدمة أسهمت أيضاً ها تفاقع طاهــرة فك الارتباط بين الأجر والأداء. ها للحصلة. مع أن قوانين الضرائب تبحل متع الديرين تعويضات غير مرتبطة بالأداء بحجم يضوق الليدون دولار أمريكي في العام أمر أمكلفاً. إلا أن الشركات قد فيتكرت طرفياً ووسائل مختلفة لتفادي ثلك القهود والالتفاف حول روحيتها، ومع الفشل الثوكد لقوانين الضرائب في فرمس سنسف الليون دولار أمريكي سفوياً على الدخل غير الرئيسط بالأداد، يمكن القول إن السويات التي تصل إلهها تلك الأجوز والتعويضات أعلى مما هو متوفع بكثير.

ثمار الصادفة بإالأجر والكافآت

تقضي الرؤية الاقتصادية الصحيحة القائمة على مبدأ تقديم الحوافز الفاعلة للموظفين والعاملين بأن يكافأ الدبرون أيضاً على أدائهم العبيد. بيد أنه يجب عنينا فهاس سوية أداه الديرين بالقارنة مع أداه نظر الهم، فليس هناك أي فيمة تعفيزية بلا مكافأة الدبرين على ارتفاع سعر سهم الشركة بلا سوق البورسة أو على ازدياد أوقام إبراداتها العاسبية. إذا لم يكن ذلك الارتفاع أو الازدياد ثمرة لجهود الديرين أو نتيجة لقرار تهم بل كانا مجرد انمكاس تضير ات عامة نشمل السوق أو القطاع الافتصادي الذي نتتمي إليه الشركة أو مجرد نتيجة لأمور تحدث بمعض الصادفة.

واذا منا أريند لأجبور الديرين والمنظرات والكافأت المتوسة لهم أن تناوي دورها لي تحقيز هم بالا الاتبماء البرجو، فلا بند من ربط فهم تلث الأجور والملاوات ببالأواء الفطي للمدير المني، وذلك بالقياس إلى أداء نظراته بلا القطاع الاقتصادي ذاته مأخوذاً بؤاللدة الزمنية المعددة، ولكي يكون نظام الكافأت فاصلاً يجب أن يكافئ للدير فقط على إسهاماته الفطهة بلا رفع السوية الدنيا لأداء الشركة بؤامدة زمنية معددة.

لم تقصيح حتى الآن جميع العراسات التجريبية النبي أجريت على أرض الواقع في إيجاد علاقة ارتباط قوية ودائمة سبن التعويضات المالهية التي تمنع للمديرين -على شكل أجر ومكافيات- وسوية أدائهم الفعلي مقارنة يأداء نظر انهم في التسام الافتصادي ذاته. ومع أن مثل تلك الملاقة كانت قائمة بوجه أو بأخر في الثمانيتيات من القرن الماضي. إلا أنها لم تكن قائمة لا في السيمينيات ولا في النسمينيات منه أ. هذه المتاثق تدل على أن التعويضات المالهة التي كانت تمنع للمديرين كانت في أحسن الأموال مرتبطة ارتباطاً ضميناً ومرحلها بأدائهم الفعل. <u>192</u> أم يود دا. _____ أم يود دا. ___

وسنسا يشكل وبعط الأجر المدضوع للمديرين بأدائهم النسبي حاضراً حلينها يعضهم وسفه المسكود وسنسا يشكل وبله الأجر بالتضور التهيم النسبي حاضراً حلينها يعضهم الحركة نصوق البورصة أو على أوقام إبر ادائها المعافرة المنافرة النبورية أن البهود القعلية التي بعدالها الديرين البهود القعلية التي ببدائها المديرون لا يمكن أن يشكل ذلك المافز الملتوب، ويقد حين ينوفع الرء وبعل الأجر ببالأداء الفعلي للمديرين عندما تكون عقودهم تنجعة لمساومة على مطال الذراع عينهم وبهت علاقة الها بأدائهم هو نشبعة مباشرة للتابير التي يتمتع به المديرين أنسمهم بالأثبرة التي يتمتع به المديرين أنسمهم بالأثبة تحديد مرتباتهم ومكافئهم، بتضد المديرون الفاضون بنها الإدارة تحقيش الشركة لأي مكاسب بقائدون. ولو لم تكن شرة جهودهم الفاسة، فرسة وذريعة الإدارة زيادة بل النمويين الإدارة الواطفة تحت نفوذ المديرين ستجمد بلا ذلك الارتفاع مسوضاً مربعاً لكي تمتح المديرين زيادة بلا أجورهمم ومكافئهم، إضافة إلى ذلك فإن ارتفاع صعر السهم يجمل حملة الأسهم أقل ميلاً أعمار استهم يعمل حملة الأسهم أقل ميلاً المواضحة على أن التصويضات النبي يتفاضاها المديرين وبلا بعض الأحيان شد لا يلا مطون تلك الزيادة أسادًى الالمون المامون المامون المامون المواحة عملى أن التصويضات النفدية التي يتفاضاها المديرون المامون المامون المواحة على أن التصويضات النفيدة التي يتفاضاها المديرون المامون المواحة عملى أن التصويضات النفدية التي يتفاضاها المديرون المامون المواحة على أن التصويضات النفدية التي يتفاضاها المديرون المامون المنافرة بلا المنافرة فيها بارتفاع أسما الأسهم يقاسوق المورصة عموماً أد

إلى جانب الدراسات التي ندل على ارتباط تعويضات الديرين بمنا يعدث بلا السوق عموساً. هضاك دراسنان الثنان تطهيران بوضوح أن الازبادة بلا التعويضات النفدية التي يتقاضاصا الديرون ترتبط أيضاً بشار المساحفة (أي الأرباح غير المتوقعة) التي تحصدها الشركة المفية إصا يسبب طروفها الخاصة واما لأسياب لها علاقة بالقطاع الانتصادي الدني تقتمي إليه الشركة بوجه عام، لقد بحث الدراسة الأولى التي أجراها أوليفر جين بلانشارد. و طور نسهدو فورز دي سهلانس و أندري شلايفر ⁵ بها الأهيات التي اعتمدتها الا شركة منطقة للتصرف بالأموال التي استردتها من جزاه إلقال أو وبح عدد من الدعاوى الفضائهة، في يكن لفدد الأكبر من طلك الفضايا أي علاقة بالنشاطات المالية للشركات. كما لم يكن للمديرين الحالين بها العدد الأكبر من الحالات أي دور بها استرداد طلك الأموال. شكل تعويضات إمنافية منحت للمديرين الثلاثة الأعلى أجراً لية كل شركة لدة ثلاث سفوات متنالية بعد استرداد الهالغ، إن ثمار الفسائطة صده قد أنت إلى زيادة وسطية لية حجم التمويضات المالية لأولئك المديرين بلفت 84 بالمئة.

أسا الدواسة الثانية، النبي قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليشن، فقد خلصت أسا الدواسة الثانية، النبي قامت بها ماريان برتراند و سندهيل مليشن، فقد خلصت أن مديسري الشركات عادة ما يكاشوون لمبرد أن يصالف والحسف القطاع الاقتصادي النبي تتبع له شركاتهم أو وجهت الدواسة اعتمامهما إلى التمويضات التي يتناشاها مديرو الشركات في الثوقات التي يحقق فيها القطاع الاقتصادي الذي تتبع له قلك الشركات بخواجاً مميزة ، وذلك لأسباب تتع ضارح مجال سيطرة مديسري الشركات في ذلك القطاع، وقد معيزت الدراسة ثالات حالات مختلفة (ق) مندما يبودي ارتفاع أسمار الفقط إلى تحسين أداء شركات الصفاعات القنطاع، (ق) مندما يبودي ارتفاع أسمار الفقط إلى تحسين تصد سركات الصفاعات القنطاع، (ق) مندما يلودي التهام عرف المعالات إلى أرباح تصدب لصالح الشركات المتأثرة بالاستيراد؛ و(ق) عندما تبلي جميع الشركات أذرى في الحالتين النسابة بالمتكالات كانوا النسابة المناوية المحالات كانوا السابة بالمصادفة التي بالمحادفة التي بعقيد ذاته بلادا بالمحادفة المحاسرة أي إن تمويضات المديرين لا ترتبط على المحالات المديرية التي بالمحادفة التي تعقفت بها أرباع الشركات.

 <u>اهِ دونوا. –</u>

هل تؤدي أنظمة الملاوات غرضها، فتكافئ الديرين على حسن أدالهم؟

نتوجه بامتمامنا الأن إلى ينه أنظمة الكافأت والعلاوات السائدة. إن كلمة مطلاوة إنما تفني دفع المال الإنسانية مقابل الأداء فلتميز. ومن هنا قد نصب لعدم وجود علاقة وثيقة بين سا يدفع المديرين من مكافأت وعلاوات من جهة وسوية أدائهم بالمقارنة مع نظر الهم من جهة أخرى. غير أن نظر تفاحصة عن قرب إلى كهفهة تصليم أنظمة الكافأت من شأنها أن توضيح السبب وتبطل العجب. ضادة ما تبنى أنظمة العلاوات أو الكافأت على نمو تمقع صعه الديرين قيمة مضافة حتى عندما لا يكون أداؤهم جيداً إلى المد المطوب.

تقيماً الشيركات إلى اهتساد معايير موضوعية وأغرى ذائهية لتعديد أعليهة الديرين للعصول ملى الكافأت كما لتعديد فهم ذلك الكافأت، يمكن تصور المايير الوضوعية على شكل أهداف يمكن التعقق من تحقيقها بسرعة وسهولة، وبالاعتماد على ظك المايير بمكن للشركات أن تقنطع الكافات التي ترتبط ولو شكلاً بالأداء من الطبرات، الواجية علهها وفقاً للسادة 162 من فاتنون العنرائب بهد أن هنده للعابير عادة ما تجري صهاغتها بإذ الواقع بعيث تسمع للعدورين بالاستفارة منها حتى هندما يكون أدلامهر عادياً.

لية بعض المالات تربيد المكافأت ملى سبيل المثال بتعقيق فيهة معددة ليز الهة البتركة.

لكن تستيق هذا الهدف نادراً ما يكون مؤشراً واضعاً على أن الدير قد نجح هذا؟ عبر أدافه
الشخصسي ية خلق فيمة إضافية لعملة الأسهم. وية حالات أخرى. يبسري منح الكافأت
للمديرين عندما تتجاوز أرباح الشركة بي استة ما أرباحها بهة السنة التي سبنتها. إن اهتماد
المناسبية للسنوات السابقة يدكّن بعض الديريين من حصد الكافأت حتى عندما
الاقتصادي ذائه، ومع ذلك أفهال من أرباحها به السنة السابقة. وإذا ما أخذنا شركة
تتأرجح أرباحها به كل عام حول سوية منعقضة من الأرباع على مدى سنوات عدد، فإننا
سنلاحظ ارتفاعاً نسبها به الأرباح بها نصف عدد السنوات. من اللاحث فعلاً، لكنه بمنطارنا
لا يجب أن يشير العجب. أن غالبية كبرى من الشركات. التي تعتمد أنظمة الكافأت البنية
على أساس المايير الوضوعية، لا تربط الكافأت التي تعنمها لديريهما بأدائها النسبي

إن مكافئة المدير العام علس إنجاز تناكج أفضل من السندة المصرمة لا تعدل فقطية تحقيز مية الاتجاه الصحيح، بل إنها فد تقضي أيضناً على ما عنده من حوافز به ذلك الاتجاه، فنظام كهذا من شأته أن يغفف من فعل الجزاء اللذي يتمرض له الدير به حال سوءً أداكه: إذ إن أماء الدير السهل به سنة ما قد يؤثر سلباً على مكافأته به تلك العملة، لكنه سيؤشر إيجاباً على مكافأت السنة اللاحقة، ومن جهة أخرى يفقف هذا النظام أيضاً من فصل أفكافأته المقوحة للمدير بسبب أدائه الجيد: شأداء الدير الجيد به سفة من السفوات قد يرفع مكافأته به تلك السنة، لكله سيصنب عليه حصد المكافأت به السنة اللاحقة، لأنه يرفع سوية النائج التي عليه تخطيها حينئذ.

هناك طرائق أخرى ظجأ إليها الشركات من أجل تحديد الكافآت الهادفة الى تحديد الكافآت الهادفة الى تحسين الأداء. فالبعض على ميرا الشأل يعدد ثلك الكافآت بناءً على أرفام إيبرادات الهزائهة المتعقدة إيرادات الاستثمار لله صفاديق التورصة عامة بيأدات الإرتباط التروصة لا يجهود وأداء مديري قالد النسركات. حتى إن يعنى الشركات تربط نظام مكافأتها بالإجرادات المحسوبة من تصاريح «الأرباح المتوقفة» من ذلك الاستثمار التي قد لا تتعقق على أرض الواقع، ولم الواقع فإن تصعيح أرقام الإيرادات المتخدمة بالاتحديد المكافأت. بحيث تضدو غالية من إيرادات الاستثمار في صفوبات يقدو غلية الواقع فإن تصعيح أرقام الإيرادات المتخدمة وقدير الصعحة قد يصل صموبات أن الفارق بين أرقام الإيرادات المصححة وغير الصححة قد يصل إنه بهم كبيرة قد على الم

لقد تضمنت حسابات مهزانها قرار كلا جنرال الكتريك بلا الماسين 2000 و 2000 و 4000 ملي القد تضمنت حسابات مهزانها قرار الاستثمار بلا سناديق التقاعد البلانة 1.3 مليار المرار أمريكي بلا المام 2000 و الد مليار دولار أمريكي بلا المام 2000 أي ما نسبته 10 بالمئة و الا بلغة من إبراداتها قبل احتساب الضرائب بلا الدامين المنكورين، وقد استخدمت الشركة مدند الإبرادات بلا احتساب المكافلة المنوصة لديريها، وبلا المامين المنكورين مصرحت شركة أي بي إم أيضناً عن إبراداتها من الاستثمار بلا سفاديق التقاعد، التي يغنت عدد المهرائب المنافقة من مجمل إبراداتها قبل احتساب الضرائب بلا لمام 2000 و 400 منبون ؟ أي منا نسبته 10 بالمئة من مجمل إبراداتها قبل احتساب الضرائب إلا لمام

_____ أخر دون أواه _____

السام 2001 ، وكشر كــة جنر ال الكتريك أدخلت شركة أي بهي ام هذه الإبراد التهاة احساب التمويفية احساب التمويفية الميثان التمويفية الميثان التمويفية الميثان التمويفية ا

والأسراً من ذلك. أنه هد تكشف لاحقاً فن صناديق النقاعد التي تعتلكها شركة هريزون لم تحقق فية الواقع في إير ادات حقيقية فية العام 2001. بل إنها تأسلت خسائر وصلت إلى ال. فيهار 5. فكيف تمكنت تك الشركة إذاً من النصريح عن إير ادات بلقت 8.1 ملهار 5 من استقبارات صناديق النقاعد التي تمتلكها؟ قد اعتمادت الشركة على «توقعاتها» وحددت للمستقبل عواقد بنسبة 9.25 باللغة على موجودات تلك الصناديق، وذلك وهناً لقواعد احتساب الهزائية 1 المعول بها في ذلك الوقت ¹⁰. في وافع الأمر لم تكن إير ادات صناديق الانتاعد البائنة 8.1 ملهار 5. التي جرى توظيفها لتحويل ميز أنهة الشركة من مجال الخسارة إلى حيث الربح، تمكن واقع حال تلك الصناديق، بل كانت بيساطة نتيجة النظرية لتعديل في الأراضات التي بنيت عليها الحسابات ومن للؤكد أن هذه النشيجة النظرية لم تخلق على أرض الواقع أن هذه النشيجة النظرية لم تخلق على أرض الواقع أن هذه النشيجة النظرية لم تخلق على

بالطبيع قد يحدث أن تعنى صناديق التقاعد بالخمارة. فيندو إدخال نتائج الاستثمار فيها إلى حسابات البوزانية سبباً لنفض إيراداتها، وقد يؤدي ذلك نظرياً لاسخف المكافأت المنوحة المديرين التي تعند على أوقام تلك الإيرادات. لكن لم تسجل على المموم أي خسارة لصناديق التقاعد في سوق البورصة على مدى العقدين النصرمين التي انسمت بالمضاربات على صمود أسهم تلك الصناديق، وبالقمل يمجرد انتهاء ظلك المدة وتدهور أداء صناديق التقاعد وتحول تأثيرها على حسابات اليزانية من الإيجابي إلى السلبي، سارعت جنرال ولكتريك و فيريزون وغيرهما من الشركات إلى إسقاط تتاثج الاستثمار بلا سناديق التقاعد سلبياً علس حجم تعويضات الديرين، ويق بعض الحالات جرى تطهير هذه التعديلات بق احتساب مكافأت الديرين على أنها وجه من وجوه الإسلاحات الإدارية بق تك الشركات !!

من الوافسيج إذاً أن نظام الكافآت يسمس إلى تحقيق مصالح الديويين بلا أن يضمنوا لأنفسهــم سويــة مرفقعة من الأجر بقض التطر من سوية أدائهــم. هذا ما عبر عنه يوشوح وصراحة أحد العارفين بخفايا الأمور بلا هذا الجال أثناء مقابلة صعفية معه. إذ يقول:

إنهام يستخدمون الأن صيفاً لاحتساب هجم الكافأت تتعنق بالأداه -انقل إنها تعتسد على حقوق ملكها الخهارات أو الأسهم، لكن غالبية نلك الصيغ لا تعدو كونها هناراء. فعندما تضع صيفة ما لا بد لك أن تسدد أهداها يجب تحقيقها- لكن أوللك الستهديين من نلك الصيغ هم أنتسهم من يضبع كك الأهداف - ومن مصلحتهم الإبقاء على نلك الأمداف متخفضة لكي يضمنوا تحقيقها أ¹².

بالإضافية إلى المايير الوضوعية «التي راية أنها غالباً ما تتفقي في ربط الأجر المنوح للمدبريين بأدائهم القطيء بعثما الكثير من أنطسة الكافأت في الشركات كلها أو جزئهاً على معابير ذائهة تقديرية. هلى سبيل المثال في طبحاً مجالس الإدارة إلى اعتماد ما يسهى «اتضاذ القرارات الاستراتيجية» أو معارسة القيادة الفاطية، أساساً لتعديد مكافأت المديريين، لكن من المنطقي أن يطلف أدار منع على صدى تحقيق المايير الذائهة بين مراقب وأخراء الأمر الذي يضع في تهاية الطاف قرار منع المكافأت يد مجلس الإدارة أو بيد لجنة إذرار التميينيات لتابهة له.

بعض خبراء الاقتصاد يدافعون عن استخدام المايير الذائية التقديرية على أساس أن المايير الذائية التقديرية على أساس أن المايير المواجه المواجعة المواجعة

بعدى منعة الافتراض الأساس بأن مجلس الإدارة يسمى تمالاً عبر نقك الإضافة إلى تعزيز الرابط بين الأجو والأداء. من غير المتوقع أن يؤدي اجتماد الماليد الذائبة إلى تمتين الملاقة بين الأجو والأداء في حال كانت الملاقة الإسرائية الرسمية فإن نقف المسابق وحبيمة وتخطت حدود علاقة المصل الارسمية. وبها غياب تقد الملاقة الرسمية فإن نقف الماليو الذائبة تنفو استسابهة ولا تشكل سوى أداة إضافها بيد أعضاء مجلس الإدارة لكافأة الديرين بالرغم من أدائهم النسابية ولا تشكل الملاقة الديرين بالرغم من أدائهم السهى ولقدول في الوقت عينه إنهم إنما يسمون في ذلك إلى تحقيز الديرين التعريف التحديث أدائهم وتعظيم فهمة وأسمال الشركة. في الحقيشة، إن اعتماد الماليو الذائبة في المكتم على الأداء من شأته أن يؤدي إلى غياب كلى لأي علاقة فوية تربط بين التعويضات

إلى جانب اعتماد أهداف موضوعية لكنها سهلة أو اللجوه إلى معايير ذائية استنسابية خالصدة. أسام مجالس إدارة الشركات إجراء أضر يمكنهم من منح الكافسات المديرين بالرضم من أدائهم السيق، فيمض مجالس الإدارة تلجأ بيساطة إلى خفض سوية الأهداف الموضوعة عندما يتضح لهم أنه من غير المحتمل أن ينجع الديرون المامون في تحقيقها. أو حتى بعد أن يكونوا قد أخفقوا فعلاً في ذلك.

وقعل أحد أحدث الأمثاة على ذلك تفقيض شركة كوكا كولا لأحد أهم أهدافها بإذا انظام الدافها بإذا انظام الدافها بإذا انظام الدافها المتحدد عكما المتحدد على المتحدد المتحدد المتحدد على المتحدد المتحدد المتحدد المتحدد على المتحد

بطاريقة مشابهة خفضت شركة إيه تي قا تي من الأهداف التي وضعتها شرطاً لدنع الكافسات لديريها لا منتصب 2002. بدر أن اتضع أنهم لن يعققوا ثلك الأهداف التقق عليها، لقد مكّنت هذه الحركة الديرين الفوسة الأعلى أجراً للا الشركة من الحصول على ما هيئته 2.9 مليون لا على شكل مكافأت ¹⁵. بعض الشركات الأخرى أضافت إلى شروط منع مكافأتها صادة توضيحية تعطي للمديرين الذين بفشلون لا تحقيق تلك الشروط المق الا الحصول على تلك الكافأت لا حال كان ذلك «يتقى مع مصلحة الشركة العلياءةًا.

المكافأت المنوحة على إبرام صفقات الضم

الشد رأينا كيف أن الكافيات التصوص عليها في العقود البرمة بين الديرين ومجالس الإدارة لا ترتبط بأداد الديرين ومجالس الإدارة لا ترتبط بأداد الديرين على الوجه الذي يتوقعه المرد في مال كانت تلك العقود شرة مساوصة على مطال الذراع بين الديرين ومجالس الإدارة. واقتا لنجد هذا النهاب التنام لأي رابط بين الأجر والأداء أيضا في المارسات التي تمقع مكافأت معائية ودبلا مقابل وغير منسوص عليها في المقود السارية المفدول. وغير مثال على تلك المارسات منع الديرين مكافأت دسمة لقاء إنمام عمليات صنع مدركات أخرى، تظهر الإحمساءات أن مكافأت سنغية بملايين الدولارات الأمريكية وبلا مقابل قد مفحت للديرين المامين في 40 بائنة من عمليات الشم تلك.

فقسي أيلول/سيتسبر عسام 2000 على سبيسل المثال وقع مديسر شركة تشايس مانهاتن كوربوريشن، ويلهام ماريسون، صفقة لشم شركة دجي. بي. مورفان & كومياني بقهدة 9.09 ملهار؟ ¹⁸ . وقد منع مجلس الإدارة السيد ماريسون مكافأة بقهدة 20 مليون \$ (قصفها على شكل رأس مال مقيد) تدفع له يج المامين 2001، و2002، قساء إشرافته على هذه الصفقة التي كلفته مفاوضات على مدى تلاثة أسابيع. أما نواب السيد هاديسين الثلاثة، ومن يبقهم جهفري نهي، بهوزي الذي نم يكن بعضي على التحاقة بالشركة سوى أربعة أشهر ، فقد حصل كل مفهم على مكافأة خاصة بميلة 10 ملايين؟ تشاف إلى أجورهم ومكافأتهم وتعويضاتهم كل مفهم على مكافأة خاصة بميلة 10 ملايين؟ تشاف إلى أجورهم ومكافأتهم وتعويضاتهم ____ أم يوزادا. ___

45 مليون 5 على شكل و آنى مال مقيد بعد أن ضعت مصرف بانتك أف أمير كا. أما ويليام و ايـز مديـر عام شركة إلى باسو كوربوريشن فقد حصــل على مكافأة قدرها 29 مليون \$ بعد عقــد صفقة لضم شركة سوئات ⁹ . إلى ذلك حصـل إدوارد وايتأكر مدير عام شركة إس بي ســي كوميونيكيشن على مكافأة قدرها 3.3 مليون \$ اعترافاً بجهوده الإنجاح صققة الاندماج مع مجموعة باسبقيات تهايسيس غروب والجهود التي يذلها ية مسألة عنم شركة أخرى ²⁰

ومع أن ضم الشركات قد يعفع بتهدة أسهم الشركات الهدف إلى أعلى ويمود على أصحابها بنفسج ملحوط. إلا أن دلك لا يتسحب عموماً على الاشركات التي تقوم بعملية الصم²⁴. هتيمة سهم الشركة التي تضم شركة أخبرى لا ترتفع عادة بلا للدة الزمنية التي تلي عملية الضم مباشر ت²⁵. إحدى الدراسات الاحديثة فدرت خسائر حملة أسهم الشركات التي أقمت ممليات ضم بلا الدة المندة بين عامي 1980 و 2001 ، بينغ 218 مليار أ²⁵. أما الدراسة التي أجرتها مجلة بيزنس ويك حول صفقات الضم الضخمة التي جسرت بلا ديع 1998 هقد خلصت إلى أن أن باللهة من الاشركات التائمة بعملية الضم قد «أحمقت خسارة محقلة بحملة أسهمها وبددت مستكانهم، وذلك عبر حقع ألمان تقوق القيم الفشرة للشركات التي ضعية .

الناذة يزج بعض الديريين بشركاتهم بلا عملهات ضم لهنت بلا صالت حملة أسهم كالد الشير كانتة إحدى الإجابات المعتبلة على هذا النساؤل تقول: إن أولك الديرين ير فيون بلا توسيع عجم إميراطورياتهم، ما من شأته أن يزيد من حجب أرباحهم ويرفع من مقامهم يلا السيق. أما القسير الأخر فيتمثل بلا ثقة الديرين الزائدة بأنفسهم واعتقادهم الراسخ بقدرتهم على النجاح بلا رفع فهمة الشركة الهدف التي سيضمونها مهما كانت الطووف.

ية جمهم الأصوال. من غير التطلقي أن تقوقع من الدهرين لجم انعقاعهم نحو توسيع إمير اطوريانهم. والإقدام على معليات ضم أقل مما هو ية صالح حيفة أسهم شر كاتهم. بل إن القلق. وبطلاف ما تقدم. قد يتهم من أن الديرين عموماً يهياين إلى توريث شر كاتهم ية عمليات ضم أكثر مما هو ية صالحها. قذلك لا داعي للضمين أي عقد جهد أي مكافأت إضافهة تصرف للمديرين عقد قهام الشر كة بضم شركة أخرى. وبالفعل فإن ظميم الوهود للمديرين بمكافأت تصرف لهم تقاد إبرام عمليات الضم - أو مجرد جملهم يتوضون تك الكافأت- من شأنه أن يفاقم ميل أولتك الديرين البراخ فهه أصلاً إلى ضم الشركات الأخرى. من اللافت أنه وأنساء الأشهر الثمانية عشر التي علت الصنفة النس فامت بها شركة نشايس لضم شركة دجيه، بس. مورغان التي حصل مديرو تشايس بعدهــا على مكافأت بغيمة 50 مليون 5. خسرت أسهم تشايس مانها تن أكثر من 30 بالله من قيمتها، صعيع أن هذه الخسارة قد تكون ناتجة عن أسباب أخرى تماماً، لكن ما حدث لشركة تشايس لا يمثل حالة فريدة ومعزولة، فقد خلصت دراسة إحصائية حديثة قام بها يابيف غرينستاين و بول هريبار إلى نتيجة مفادها أن صفقات الضم أنني تقدم عليها الشركات تؤدي ية التوسط إلى غسائر لدى حملة أسهمها ية حين يُمتح مديروها مكافأت دسمة على إتمام تلك الصفقات. والأسوأ من ذلك أنه كلما علت الكافرات المنوحة للمديرين ارتفعت ية المحسلة خسائر حملة الأسهم 55.

حتى لو كانت صفقات الضم ستزيد هملاً مس فهدة أسهم الشركة التي تقوم بالشم، فإنه من غير النطقي. من منظار حيداً التحفيز الفاعل. أن يشتع الديرون مكافأت خاصة وإضافية الإصام تلك الصفقات. فيهب ألا ننسى أن رزصة التمويشات التي يتمق عليها مع الديريين تتضمن في الأسلس ألهة - تتمال في تعديم منح صفعة على شكل خيارات شراء الأسهم- لتحفيز الديرين على السعي للاستفادة مين أي فرصة من شأنها رفع فهمة سهم شركتهم ⁵⁵. ويلا ظلى وجود مصلحة خاصة لدى الديريين في المفاط على أمير اطورياتهم وتوسيمها - قد يكون من المفيد إيجاد مكافى أد إصافية للمديرين الذين ينجمون في زيادة قيصة أسهم شركاتهم عن طريق تصفير حجمها، لا تكبيرم المؤكد أنه ليس هناك مد داع فيضة أسهم شركاتهم عن طريق تصفير حجمها، لا تكبيرم المؤكد أنه ليس هناك مد داع في الواقع سوى تقوية الحوافز الشخصية لدى الديرين من أجل الاعتبام بصفقات الشم عوضاً عن توبيه اعتمامهم إلى استراتهجيات العمل الأخرى التي من شأنها أن تكون أكثر نفعاً لخدمة مصالح حملة الأسهم وتعظيم فيمة أسهمهم.

وكما فاقشنا بلا الفصل 7. فإن مديري الشركات الهدف بلا عمليات الضم يحصلون أيضاً على تعويضات كبيرة متصلة بإنمام عمليات الضم ظك. بعض السنشارين المقتصين بأمور التعويضات يسرون أن متح مديري الشسر كات الهدف ظك التعويضات الضخمة هو السبب الندي أدى إلى لجنوه الشسر كات التي تقوم بالضنم إلى مقع مديريها أيضناً مكافأت سطية <u>202</u> أبي يون أواه ____

إن عبلية الضم قد تؤدي إلى خسارة مديري الشركة الهدف الكثير من السلطة والكاثة اللتين كانوا يشتمون بهما به منصيهم السابق، إن لم نقل إلى خسارة منصبهم أصلاً. إذاً فالتعريضات التي يعدونهم بها ضرورية من أجل حقهم وحلفاتهم على دعم الصفقة في مبلس الإدارة وعدم عرفقتها، وفي بعض الحالات تكون التعريضات ضرورية من أجل إقتاع الديرين بالبقاء في الشركة أثناء الدة الانتقالية. أما مديرو الشركة القائمة بالضم فلا يواجهون مثل تلك الخسارة في المتصب أو الكاسب التي يواجهها نظر اؤصم في الشركة الهدف. بل على العكس من ذلك: إذ إن صفقة الشم من شأتها أن توسع إمير اطوريتهم وتقوي سلطتهم. منا يفتح عنه ارتفاعاً في أجوزهم وتعريضاتهم وتحسناً في موضهم ومكانتهم. إذاً فالكافأت المتوصة لنظر انهم في الشركة الودف. ليست ضرورية من أجل إثمام أي صفقة تكون بلا المناصر الشركة القائمة بالشم فلالو.

ومع أن الكافأت الدريمة بمعليات الضم يصمب تسويفها أو الدفاع عنها للإ الطار تموذج المساوسة على مطال السنداع، فإنها لا تكون مفاجئة على الإطلاق إذا اما نظرنا إليها من منظار نفوذ الديوين وسلطتهم الكيورة بلا مجالس إدارة الشركات. من الطبيعي أن يسمى الديرون إلى زيادة حجم تعويضاتهم. وعادة منا يحلول أعضاء مجلس الإدارة أن يسووا الأمر ويستجيبوا اطالب الديوين، ما دامت ظك الطالب عادلة أو على الأفل ليست مهالفاً فيها على نحو هانسح ويمكن تقديمها شمن رزمة متكاملة ومنطقهة فوعاً ما، أما أن يدفع مجلس الإدارة لأحد الديوين تعويضات يحجم 50 طبين كاعل على سبيل الثال ودون أي مسوط منطقي، هذلك سيستدعي دون شك احتجاجاً وسخطاً سنمن صفوف حملة الأسهم. لا كانت عمليـات الضم تحقق لا بمنى الحـالات أرباحاً فعلية وزيادة محققـة الأوأسمال الشركات انفائمة بالضم. هإن الشركات الإظارة سننفتم عمليـات الضم هذه لكافــاة مديريها دون أن يستدعي ذلك سخطاً سن قبل حملة الأسهم. فيوســع أعضــاه مجلس إدارة الشركـة القائمة بالضم حينقــد الادعاء بيساطــة أنهم إنما يكافئــون الديريـن على ما يقومون به مـن خطوات تعد هملاً برطع فيسـة سهم الشركة، وليًا جميع الأحوال سيكون من الصعب إليات عدم صعة هذا الادعاء.

إضافة إلى ذلك، عندما تنظر إلى الموضوع من منظار سلطة الديرين وتقوذهم في مجالس الإدارة، بمكنف القول، إنه كلما زادت سلطة الدير ، مع يقاء الموامل الأخرى على حالها . ازداد معها حجم القويضات التي تمنح له لقاء إبرام صفقات الضم، وبالفعل، فقد وجد يانيف غريفستايان و بول هريسار في دراستهما أن المديرين العاصين الدين يتر أسون مجلس الإدارة أو يشغلون مناسب في لجنة تعين مجلس الإدارة فيد حصلوا على مكافأت لقدائهم الإدارة فيد حصلوا على مكافأت لقدائهم الإدارة فيد حصلوا على مكافأت نظرائهم الدين لا يتمتمون بتلك الفاصية الضم تزيد بمقدار 1/4 مليون 2 عن مكافأت نظرائهم الدين لا يتمتمون بتلك الفاصية التي يحصل عليها .

الهدايا الترحيبية الثمينة

غالباً ما يبدأ إضماف الارتباط بين الأجر والأداء بعنم الديريين عدية ترحيبية شهنة - وهي دهنة ابتدائية كبيرة تُضاف إلى رزمة التعويضات السنوية المتنق عليها. وعلى مدى المنسوات العشسر المتصرصة ازدادت هذه الهدايا الترحيبية فيمة وانتشاراً، وعلى من بين أكثر الأمثلة شهرتها أواخر التسبينيات من القرن المنصرم تلك الهدية التي دهنتها شركة كونسيكو بتيمة 45 طيون \$ للسيد غاري هنتت بعناسية انضمامه إليها ليشغل منصب الدير انمام للشركة ، وكذلك العلاوة التي وعدت بها شركة كمارت مديرها الجديد توماس كوناويه بنهمة 10 طيون \$ لتُدفع له على مدى خمس السنوات الأولى له ية منصبه ²². _ أج يون أداء ____

وسع أن بعضى الهدايا الترحيبية النمينة قد تكون في جرزه منها على شكل ملكية لأسهم الشركة. إلا أنها جميعها تقريباً تتضمن مركبة رئيسة على شكل نقدي قد تتجلى في أشكال عددة. منها الكافأت الاستقائية عند التوقيع وعلاوة الرئيات الشهرية والكافأت المستقبلية المضمونية والقروض القابلة للشطب. ومهما كان شكل المركبة النقدية في الهدية. فإنها مفصوفية كلياً عن الأداء؛ إذ إن للديم سيستفيد من تلك المركبة النقدية بجميع وجوهها حتى لو أظهر أداء متواضعاً جداً في منصبه الجديد.

فالهدينة الترجيبية التي حصل عليها غاري فندت بقيمة 45 مليون \$ من شركة كونسيكو على سبيل المثال كأنبت في مجملها على شكل نقدي 29. أما الجيزء النقدي من هدية شركة كسارت للسيد كوناويه فقد بلغ 10 ملايين \$ تدفع له على مدى خمس سفوات، بالإشافة إلى قرضي بقيمية 5 ملايين \$ يعفي من تبديده إذا ما بقي لة منصبه حتى غاية 31 ثموز/يوليو 2003، وقد تحول الجزء الأخير من الهدينة الترجيبية التي قدمت للسيد كوناويه إلى هدية وداعهة ثمينة: فقد جرى لاحضاً شطب القرض المنوح له وأعلي من تسديده بل وزيد عليه، -إذ إن الشركية توليت أيضاً دفع الضرائب السنعقة لقياء شطب القرض- وكل ذلك مع أن السهد كوناويه ثم يف بالتزامه ولم يسق في منصبه إلى حين الموعد المحدد. وفي عام 1999 ، وقعت شركة غلوبال كروسينغ عقيداً مجروبرت أنونزياتا ومنعته هديية بقيمة 10 مليون \$ بمناسبة توفيعه على العقد، ولم تطالبه لدى منادرته الشركة بعد نحو عام واحد بإعادة أي جيز ۽ مين ناك الهدية ³⁰. أما روبرت نارديلي الذي اعتلى منصب الدير العام **۾** شركة هوم دبيوت عام (200) فقد حصل على قرض فيمته 10 مليون \$ يعني من خمسه ية كل عام بيشي فيه لله منصبه، بما لله ذلك ما يترتب على ذلك من شرائب، وإضافة إلى ذلك فقد شعلت له الشركة ما مجموعه 4.5 مليون \$ على الأقل سنوياً على شكل أجور وتمويضات ومكافأت. ³¹ مسن جهتها منحت شركة أبه دي سبي كوميونيكيشنس مديرها العام ريتشارد روسكيت ميلغ 5.5 مليبون \$ يُدف راه على مدى أرب مشوات بالإضافة إلى مبليغ 5.5 مليون \$ يُدفر له عند توقيهم المقد، أخيراً منحت شركة أينتا مديرها العام جون رومعدية بلغت قيمتها 2 مليون\$ لدى توفيعه العقد اضافة الى ومكافأة بقاء في التصب بقيمة 1.4 مليون \$.

عبادة ما تبرر الشركات متبع الهدايا الترحييية الثمية للتجوم سن الديرين العامين المشهوريين بحجة أن ظك الهدايا طنرورية من أجل اجتداب أولئك الديرين العجوم الذين يتمتدون في مناصبهم الحالية بدخل متوقع كبير لا رغبة لديهم بالتخلي عنه، وقد يقول أصحاب هذا المنطق إنه يجب على أي شركة لكي تتجج في اجتذاب أي من أولئك الديرين ذاتمي الصيت أن تقدم له رزمة تعويضات ضخمة تصوق في قيمتها ما تقدمه الشركات الأخيري لكن صا يهمنا هنا أن سرحجم رزمة التعويضات تلك، بل بنيتها، فحتى الهدايا الترحييية الثنينة والدسمة جداً يمكن منحها على شكل مركبات فائمة على حقوق الملكية الترحيية خيارات الأمهم على سبيل المثال بعيث نكون القيمة التهائية التي يحصل عليها المدير مرتبطة على نصو أو باخر بأداته الفعلي، وميثلة تشكل الهدايا الترحيية حافزاً إنسانيا للمدير لكي يممل على تعظيم فيمة وأسمال الشركة. لكن وبالرغم مما ما نقدم فإن التسركات لا الأداء على الإطلاق، وبالحصلة بمكننا القدول إن تقديم الهدايا الترحيية كما عوممول به على أوس الواقيات المعهم في إضماف الارتباط بين الأخر والأداء عموماً.

البواليص التشاركية للتأمين على الحياة

دأست شركات كثرة بها الناصي على شراء بواليمن تشاركية التأمين على حياة مديريها. الأمر الذي كان بكلفها مليارات الدولارات. غير أن اعتماد ما يسمى بقانون سارينس - أوكسلي أجسر الشركات على إيقاف تلك الممارسة: لأن هذا القانون يمنع منسع القروض للمديرين ومن المكن عد البوليسة التشاركية للتأمين على الحياة وجهاً من وجوه الفروض³². لكن الانتشار الواسع لتلك المارسة قبل دخول هذا القانون حيز التنفيذ كان يمثل مصدراً إضافهاً من مصادر تمويضات الديرين التي لا علاقة لها بأدائهم الفعلي.

يقوم أحد الأشكال واسعة الانتشار لليواليس التشاركية للتأمين على الحياة على أساس أن الدير يعلك اليوليصنة والشركة تدفع ثمنها. وية بعض الحالات يسهم الدير أيضاً عجّ دفع ثمن اليوليصنة. لكن إسهامه لايتدرى كونه إسهاماً متواضعاً. جزء صغير من ثمن اليوليصنة الكلي يخصص لتنطية تعويض الوفاة. أما أنجزه الياقى فيجرى استثماره معنى من الضرائب من <u>206</u> ابر يرن أوار ____

أجبل زيادة القهمة النقدية لليوليصنة. بالقابل يقوم الديسر بالتقاؤل لصاحب الممل عن جزء من حقوقة التي يمتلكها بقا إبرادات اليوليصنة أو بقا قيمتها النقدية لدى استردادها. بعد هذا ا التشاؤل بفنزلة تسديد فلأقساط التي دهمها صاحب الممل ثمناً لليوليصنة. إذاً هاليوليصنة التشاؤلية للتأمين على الحياة تكافئ صفقة مالينة بين الشركة وللدير مؤلفة من ثلاثة بنود: (1) تقسدم الشركة للمدير هرضة من دون هائدة يفطه: يقوم الدير بشراء بوليصنة تأمين على حياته: (3) يتسلّم الدير فيمة اليوليصنة عندما يستحق صدولها، ويسدد منها فهمة القرض الذي القترضة من الشركة.

إن أقسساط التأسين المتراكسة - أي القيمة الفقولية على أسماء الديريسن- قد تبلغ بط كلير مـن الأحيان مبالغ شخصة جـداً، فشركة كومكاست دفعت أثماء الأحوام المعتدة من 1999 - حتى 2001- نمو 20 مليون 5 على شكل أقساط تأمين نشار كهة على حياة مديريها ³³. ويذ العام 2000-تمهدت شركة إيستي لأودر أن تدفع نديرها العام فرائك الانفياس 25 مليون 5 على شكل أقساط تأسين تشاركهة على حياته على مدى خسس ستـوات. وبمورها دفعت شركية سندات أفساط يوليسنة تأمين تشاركهة على حياة مديرها العام هنري سيلقرمان بقيمة 100 مليون 5 الأ.

شد يبدو منطقها أن يدافيه الو من صده اليوانيس التشاركية للتأسين على المهاة باعتبارها تتوافق مع عبداً الساومة على مطال الشراع بين الدير ومجلس الإدارة من هيث إنها توفر الضرائب على الطرفين؛ لأنها تستفيد من ثفرة فانونية بها نظام الضرائب -لم يشم سدها إلا حديثاً عبر فانسون أصدرته إدارة الإيرادات الضريبية الداخلية بها الولايات المتصدة الأمريكية - كانت تسمح للشر كات باستغدام بواليسس التأسين التشاركية لنج مديريها مكافسات معفية من الضرائب ³⁵. غير أن وجود طرف ثالث بها صداء المعلية - هو شركة التأمين - يجعلها تجر وراءها تكانيف تحويل باهظة تطفي على أي مكاسب لها علاقة بالإعضاءات الضريبية. تجدر الملاحظة هنا أن الشركات لا تعرض مثل هذه اليواليس على موظفيها العاديين: الأمر الذي كان متوهناً لو كانت تلك البواليس وسهلة فاعلة وصلية لنج التعويضات للموظفين. لكن، بغض النظر هما إذا كانت البواليس التشاركية للتأمين على حياة الديرين تضمن وفراً بلا الضرائب يقول تكانيف التحويل الدفوعة لشركات التأمين أم لا، فإنها بكل تأكيد تكافئ المديرين بمبالغ كبيرة من المال بغض النظر عن سوية أدانهم.

الهبوط اللطيف لإحالات الفشل الكابي

إن الربط بين الأجر والأداء لا يتوقف فقط على مدى مكافأة المديرين على أداتهم البيد. بل أيضاً على مدى محاسبتهم على أداتهم السيل. ولذلك لا يد لقا ونحن نمرس الملاقة بين الأجر والأداء مسن أن تأخذ كلفية الأداء السيل على المديرين بلا الحسبسان، من اللافت لا الوقيت الراهن أن غالبية عقود التمويضات الموقعة مع المديرين تطبعين لهم مماملة سطية ومتسامعة جداً حتى بلا حال فشاهم الذريع.

وكما وأبنا بنا الفصل 7. حتى بنا الحالات النادوة التي يجري فيها إقالة الديرين بسبب أدافههم السهل بلجأ مجلس الإداوة إلى منع أولئنك الديرين دفعات مالهة وداعية سفية ومجانهة. ولا تكون ظلك المضات المالية بديلاً من تعويضات نهاية الخدمة التي عادة ما تتضمفها عشود الديرين عموماً: بل إنها تضاف إليها بنا أغلب الصالات. وبالمصلة فإن البالمة المالية الكبيرة التي تدفع للمديرين القالين إنها تغفض من ثمن الخطأ الذي يجب

وسن بعن أكثر أمثة الهيدوط اللطيف العروقة في السندوات القليلة الماضية ما حدث السيدة جبل باراد . التي شغلت منصب مدير عام شركة مائل، فقد حصلت على مبلغ 50 أسهدة جبل باراد . التي شغلت منصب مدير عام شركة مائل، فقد حصلت على مبلغ 50 أسهم شركة مائل بعقدار 50 باللثة الأمر الذي كفت حملة أسهم الشركة مبالغ طالقة فاقت فيهم شركة كونسيكو مبلغاً قددود 1.54 مليون؟ في مجموعها 5.5 مبلار 5. وبلا مثال أخر دهنت شركة كونسيكو مبلغاً قددود 5.44 مليون؟ لمديرها العام الشركة في حالة مالهة متخلفته 6.6 من ثمّ فدم مجلس الإدارة للمدير العام البديد غاري فقدت رزمة تعييضات تضمن له أكثر من 60 مليون؟ حتى بي حال فشله. وبدورها منحت شركة بروكتر في غاميل مديرها العام المثافر دارك دجهضر مبلفاً قالرب 5.5 ميلون؟ مع أن خدمته في الشركة كم تتمد 17 شهراً . شهدت الداري الى 60 بالمثة، الأمر الذي إلى خسارة كلهة في 6. أس مال الشركة فاق 70 مليار؟.

<u>200</u> أجر دون أواء ____

إن تقديم الوعود بهبوط لطيف كهذا ليس أمراً غير اعتيادي. فقد حصل هتري سيلفر مان الدير العام لشركة سندات على عقد يضمن له تعويضاً مالياً نقدياً بشيمة 60 مليون \$ ـ إلا الدير العام لشركة سندات على عقد يضمن له تعويضاً مالياً نقدياً بشيمة 60 مليون \$ ـ إلا النسباب المتصوص عليها بدفة. وقد حصل روبرت تار ديلي الدير العام لشركة هوم ديبوت على وعد سفوات عقده الثلاث الأولى. تتبهد الشركة بأن تدفع له جميع التعويضات النصوص عليها سفوات عقده الثلاث الأولى. تتبهد الشركة بأن تدفع له جميع التعويضات النصوص عليها مليون \$ على شمك تعويض نقدي. أما مليكل أيسنر الدير العام لشركة ديزني فقد حصل على عمل عليها عدا به عدد هما لم لشركة بدراني فقد حصل عليها المتقال أو أخيل لأي سبب كان المائية عدد الهيا حدد الها مدة العقد الأصلي ولا تقبل قيمة المدفوعات التي يحصل عليها سفوياً عن الشتري بعد انتهاء مدة العقد الأصلي ولا تقبل قيمة الدفوعات التي يحصل عليها سفوياً عن

إن صدة الدرزم السعنية من تعويضات نهاية الخدمة القدمية للمديريث كثيراً ما تكون مضمونة تماماً ما لم تتم إقالتهم لأسباب عادة ما تكون محددة على نحو ضيق جداً كالحنيانة والاحتيال والقيام بالأعمال المعظورة والإصال الشديد وارتكاب الأعمال الأخلاقية المشهنة ولية بعض الأحيان الرفضي القصد لتقييد مقررات مجلس الإدارة. ومنا دام الديرون لا يتصرفون عن سوء نية على نحو فاضح أو بإهمال مقصود. فإنهم سيضمنون هبوطاً لطيفاً لية جميع الطروف الأخرى وعهما كان أداؤهم سيئاً⁸⁸⁸.

قد يقول قائل إن مثل هذه الترتيبات الاحتياطية ضرورية القديم الضمان للمديرين الدين يكرهدون الجازعة وحمايتهم من عقوبة إنهاء خدمتهم بسبب سوء الأداء. إننا نجد هذا النطق بلا تسبب سوء الأداء. إننا نجد هذا النطق بلا تسبب سوء الأداء، إننا نجد الرزم النطق بلا تساوي على ما يتمان المديرين العامين القالس تعويضات بلا نهايه خدمتهم شعاوي ميمدوع ما يتفاضونه من أجر أثماء ثلاث إلى أربع منوات من عملهم النظامي، ولما كانت مسدة عقود أولك المديرين بلا الوضع الطبهمي لا تتجاوز ثلاث السنوات. فإن أحدهم عندما ينصل من الخدمة فإنه لن يحسر كلهراً عما لو كان بقى في منصبه حتى النهاء مدة عندما

فضالاً عن ذلك. من واجب ترتيبات نهاية الخدمة التي تأخذ هذا الضمان بيا الحسيان النسبيان النسبيان تنطلاق من ميدة معالم الدير أن تتوقف عن تقديم التدويضات للعدير المقال بيا حال مباشرته العمل بيا منصب أخر . ومع ذلك نجد أن 2 بالله فتط من الشركات الخمس مائة الأكبر بيا أمريكا والمدرجة على الأمعة إس قابي 500 تلجأ إلى إدخال أي خفض بيا تدويضات نهاية المركبة لديريها بيا حال فيولهم شفل منصب جديد . وبيا انفاليه المعلمي من ظاله اللسركات فإن المدرجة لمنا الإطلاق بالبحث عن عمل جديد أشاه المد المعتدة من المسلمة في الإطلاق بالبحث عن عمل جديد أشاه المدة المعتدة من المنظمة عن الإطلاق بالبحث عن عمل جديد أشاه المدير عملاً جديداً فإن تدويضاته لا تحمي الديرين من عموضاته لا تحمي الديرين من عموضاته لا تحمي الديرين من مناصبهم والانتقال لشفل

اللاحظة الأخيرة، وربما الأمم، حيول مسألة ترتيبات الغسان بلاحيال إنهاء الغدمة
تتمثل بلا أن الوطنين المادين هم أكثر حاجة للل هذه الترتيبات من الديرين، فأولئك
الوطنين بكونون على المعوم أكثر عرضة لإنهاء خدمتهم من الديرين، لكلهم نادراً ما
الوطنين بكونون على تدابير احتياطها تحميهم من عواقب إنهاء خدمتهم من الديرين، لكلهم نادراً ما
يحصلون على تدابير احتياطها تحميهم من عواقب إنهاء خدمتهم وإذا ما أخذنا بالحميان
المنطبة التي يتمنع لهم يرون أثماء أجوزهم ومكافأتهم المرتمة وتعريضات التقاعد
وأكثر قدرة على حماية أنفسهم من الوظفين الماديين، وبالإضافة إلى ذلك كله، فإن رزم
النمويضات الاضطمة التي تعنم للمديرين عادة ما تسرع أيضاً بأنها تشكل حافزاً لهم لكي
يحمضوا أداءهم. من حقنا إذا أن تنظر من الانعوضات التي تمنع للمديرين أن تكون أكبر
ارتباطأ بالأداء من التعويضات التي تمنع للمديرين أن تكون أكبر
الديمون بلا حالات النسل الذريع على إجوادات حماية أخت مين طك الممنوحة للموظفين
المديدين • وأن تتوقع تالياً أن يعصل
المديدين • وأن تتوقع تالياً أن يعمل

بالطبع بمكن القول إن تعويضات نهاية الخدمة التي تدفع للمديرين فهدف إلى حمايتهم بها حسال إجبار مسم على الاستقالة لأسياب لا علاقة لها بسوء أدانهم. لكن الحقيقة والواقع <u>210</u> أمر دون أواه ____

ينافضيان هنذا النطق. إذ إنه من غير المناد أن تقييل مجالس الإدارة الديرين حتى يلا حيال سوء أدائهم. ولائك من الستيد جداً أن تيادر إلى إقافة أولئك الدين يؤدون أداءً مُرضياً بالحد الأدنى، يمود أحد الأسباب الرئيسة يلا ذلك إلى أن الديرين، خلافاً لسواهم من الوطفين، لا يواجهون خطر إلغاء أماكن عملهم نتيجة لأي إصلاحات إدارية تعتمدها الشركة. وبالإضافة إلى كل ما سبق، ضعتى لو كان الديرون يواجهون فعلاً إمكانية إطالتهم له حال سوء أدائهم، فلا شير بلا ذلك: إذ إن القويع بنرامة مائية ضعة سيؤدي بالتأكيد إلى الذريد من التحقيز شرط أن تكون الإفالة مرتبطة بحالات سوء الأداء فقط.

لية جمهم الأحوال، من المكن (إن كان ذلك مطلوباً) أن يضمن المره الأمرين معاً (1) أن يسمن المره الأمرين معاً (1) أن يسمر الديراً الذي يظهر أداه سيئاً جداً سن أي تعويضات سفية وغير مسوغة لإنهاية خدمة در (2) أن يعمي الدير الذي يكون أداؤه مناسباً من الإقافة التسنية نادرة العموث أمسلاً - بوسع عقود التعويض أن تتضمن نصباً صريحاً بغيد بأن الدير العام لا بعصل على معتقضاً أبي تعويض فهاجة خدمة لدى مفادرته الشركة أو أن التعويض الذي سيعصل عليه سيكون أم تعقيضاً إلى حد كهير ، في حال توافر شروط موضوعية وواضحة تثبت باحتمال كبير أن أدا الدير كان سيئاً جداً فمن المكن أن يتضمن العقد على سيهل الطال خفضاً في تعويض فهاجة الدير الفادر بلا مبال كان أداء الشركة (من حيث فيها أسهمها الجل السوق أو من حيث ليراداتها أو أرباحها) سيئاً بقدر كاف بالمقارنة مع نظير الها لدير المعاول المعاول الديرين المعول بها القطاع الاقتصادي عيشه، لكنت الاحبودة أسالاً بدير الأجر والأداء.

أسطورة تحديد الأجر غير الرتبط بالأداء

 المرضيحة بالأداء . والذي يمكن إعقاؤه من الضرائب بمفهون 2. لذا نشأ الانملياع لدى المامة بأن ظلك التعويضات قد جرى تحديدها فعالاً وبيان أي مبالغ نقوق الليون 5 تكون مرتبطة بقوة بأداء الدورين. لكن هذا الانملياع لم يكن مسجيحاً على الإطلاق.

فالحقيقة الأولى التي نود الإشارة إليها هي أن المديرين يلا المديد من الشركات يعصلون على أجور تتخطى عنبة الليون \$، على الرغم من أن ما يزيد عن ذلك البنغ لا يمكن إعقاؤه من الضرائب أ⁴، ويلا تلك الحالات فإن استخدام الأجر غير المرتبط بالأداء لا يخفق فقط له تحقيق التحفيز الطاوب: بل إنه يقتل كاهل الشركات بأعباء ضريبه هنخته. واللافت أن 22 بالمئة فقط من الشركات التي تعفع لديريها أكثر من مفيون \$ سنوياً على شكل تعويضات غير مرتبطة بالأداء، ناهباً إلى أسالاب التأجيل والمناهة على البالغ الفائشة عن عنية المليون \$ كفياً أو جزئياً، وذلك يفهة تحويلها إلى تعويضات يمكن إعفاؤها من الضرائب 4.

بالإضافة إلى ذلك، ومع أن الشركات ظبة إلى اعتبار معظم الكافأت الدفوعة للعديرين أجبراً مرتبطاً بالأداء. وذلك تكي لا نقع لج حكم المادة 16(m)، فإن تلك الكافأت الدفوعة للعديرين منا تكون ضعيفة الارتباط الفعلي بالأداء. فكما رأيضا سابقاً فإن ثلك الكاف آت ثملع بناءً على تحقيق شروط وأصداف سهلة لا تمكس الأداء الفعلي للشركة بالمقارضة مع نظهراتها لجة السوق. كما إن تلك التعويضات عادة منا تكافئ الديرين على أمور لا تتعلق من قريب أو بعيد بادائهم الفعلي - على نصو التطورات الإيجابية العامة في السوق عامة أو في القطاع الافتصادي الذي تنتمي إليه الشركة، أو أي تطورات أخرى مسكومة بالصادفة الصرفة، أو المسافة، أو المستعددة المسرفة، أو

فضالاً عما تقدم، وكما رأيضًا بالأفصائي سايفين. فيإن الديرين يحصلون على فهمة إضافية كبيرة أثناء ترتيبات التقاعد، والتمويضات المؤجلة، وعلاوات ما بعد التقاعد، وأجور نقديم الاستشارة والخبرة، وترتيبات القروض الهسرة؛ وكلها تمويضات منفصلة إلى حد كبير عمن الأداء الفعلي للمديريين، إن الهزء الأكبر مين تلك التمويضات لا يتم ذكره بالا الاستمارات المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية، ولا تدخل تلك التمويضات ية أي من إحصاءات الأجور التي يعتمدها خيراء الالقتصاد المالي، فقد الماقهم. إن هذه التمويف ات الكبيرة القدمة مخلسة، للمديرين التقينزيين نقاقم طاهرة ذك الارتباط بين الأجر القائم على غير حقول للكية من جهة والأداء من جهة أخرى.

بالمحصلة. يمكننا القول: إن جزءاً كبيراً سن تدويضات الديريين، والقائمة على غير حضوق ملكهة النهارات أو ملكهة المحصص والأسهم القيدة. لا يرتبط إلا ارتباطاً ضيهاً بأدائهم، وبذلك نقوت الشركات على أنفسها فرصة كبيرة حين نقشل به تسخير ذلك الجزء لكبير من تدويضات الديرين لتعفيزهم على تصديح أدائهم. ولا دامي هنا القول: إن هذا الارتباط الاسميف بين الأداء والأجر القائم على غير حقوق اللكية ليس شدراً محتوماً لا يمكن تقاديه، فهن السهل على سبيل الثال تحديد ترتبيات الكاف والرواب بحيث تتم مكافأة المديرين على ما أظهروه من أداء جد بالقارنة مع نظراتهم. غير أنه من الواضع أن الشركات قد فصلت التدويضات الفائمة على غير حقوق اللكية فصلاً كاملاً عن الأداء لأن عن سابق قصد.

قد يعاول الدافعون عن ممارسات التعويض السائدة هذه أن يقالوا من أهمية ما ذكرناه حتى الآن وأن يشككوا ع. قوة دلالته بقولهم: إن الارتباط القصيف بين الأجر السند. إلى غير مضوق المكيمة من جهة والأداء من جهة أخرى يسوغه وجبود ارتباط قوي بين الأداء والأجر القائم على حقوق المكية. فكن ذلك، وكها سنرى على مدى الفصول القادمة، غير مسعيع ولا يتفق مع ما يجري على أرض الواقع، فجزء كبير من تمويضات الديرين على شكل ملكية أسهم وخيارات هو أيضاً غير مرتبط بأدافهم القعلي، وكما هو المال بالنسبة للأجر القائم على غير حقوق المكية، فإن ارتباط الأجر القائم على حقوق الماكية بالأداء أشعف جداً مما

تمار المسادفة في خيارات الأسهم التقلينية

(11

إن الأرباح الضخمة لخيارات الأسهم المنوحة للمديريين النين يظهرون سوية أداء أدنى من المتوسط يجب أن تدفع عنى أعنى عشاة الداهمين عن أنظيمة الروات والثمويضات السائمة فإالشركات إلى التوقف واستخلاص الميس

ألفره رايغيورت بة مجلة عارفاره بيزيس ريفيو . 1999

لقيد ثبت في الماضي أن تعويضات الديريسن القائمة على غير حقيوق الملكية كانت على السبوام ضعيفة الارتبياط بأدائهم. من هذا تطلُّم حملة الأسهم وصينيا و القرار في الشركات إلى التعويضيات القائمية على حقوق اللكية ووضعوا فيها أمالهم من أحيل تقوية الارشاط ب بن الأجر والأداء. هكذا بدأ أصحاب الؤسسات الاستثمارية وواضعو القوائين الفدرالية في أوائسل النسمينهات، وبدعم من خبراه الافتصاد والنمويل. يتشجيم الشركات على الاعتماد على أشكال الأجر القائمة على حقوق اللكية من أجل تحفيز الديرين لتحسين أدائهم. فقدت ملكية خيارات الأسهم إحدى أهم مركبات تعويضات الديرين في ذلك العقد من الزمن. ^ا

غبير أن اللجوء إلى انتعويضات القائمة على حقبوق الملكية لم يفض إلى النتائج المرجوة ولم يرتبق إلى مستوى التوقعات. فقيد تجم الديرون أنتاه تفوذههم وسلطتهم بنهين دوائر القبرارية القبض على سدة القيادة في فاطرة خيارات الأسهم وتوجيهها بالجاه مصالحهم الخاصية بعيداً عن مصالح شركاتهم. وكانتيجة لذليك حصلوا على خطط أو رزم لخيارات الأسهم بعبدة كل البعد عن تلك الخطط أو الرزم التي كانت ستنتج عن مساومات موضوعية ومهنيسة على مطبال الذراع بسن الديرين ومجالسي إدارة الشبركات. وهكيذا ضمنت تلك الخطيط للمديريين سويات منقاميلة باستمرار مين التعويضات وفشقيت بها الوقت ذاته بها <u>214</u> أمر دوز أواء ____

نقسيم أي حواضرَ فعلية ندفع الديرين باقتهاء تعطيم قيمة رأس الثال على نعو فاعل وبأهل. كانة ممكلة.

تصميم خطط خيارات الأسهم، الشيطان يكمن 🚅 التفاصيل

علينـــا أن تؤكــــ يلامستهل نقاشنا أثنا ندعــم ويتوة البدأ العام النـدي تطائق منه مكرة منــح التدويضــات القائمة على حقوق اللكهــة يك وأسمال الشركة، فهنــاك مؤشر فوي. على الأقــل ضمن حدود معينة من سويات اللكيــة، على أن الديرين النين يدكون كمية أكبر من أسهــم الشركة التي يديرونها ينجحون أكثر يلا رفع قيمة أسهمها أولان التمويضات الفائمة علــى ملكية خيارات الأسهم من شأنهـــا أن تزيد من نسبة ملكية الديرين لرأسمال الشركة. وتساعــد بذلك على ربط الأجر بالأداه، فــإن باستطاعتها أن تقدم لأولئك الديرين الحافز

لكن حقيقة أن حقوق ملكهة وأس المال تقدم المديرين الحافز المطلوب لا يعني بحال من الأحدوال أن من مصلحة حملية الأسهم إغداق الأسهم والخيارات والحصص على الديرين دون تفكير ملي ومهما كلف الأمر ، وكما هو العمال بالنسبة لأمور كثيرة أخرى. فإن الشيطان يكسن بلا التفاسيل. فقيها الأمر ، وكما هو العمال بالنسبة لأمور كثيرة أخرى. فإن الشيطان يكسن بلا التفاسيل المحكم على أي بنطة خيارات الأسهم وتحديد ما إذا كانت بلا المنطقة الأسهم: وإذا كانت كذلك. على المرء أن تنطق في الأرء أن يتحقق من أن الحوافز الماليوب المتقى مع صالح حملة الأسهم: وإذا كانت كذلك. على المرء أن يتحقق تالياً من أن تفاصيل ذلك الخطة – عدد وشروط الخيارات والحصيص المرجة فيها — قد جرى وضعها لتنتج الحوافز المطلوبة بأقل كلفة مهكنة. فلا شك يلا أن خطة وُسمت من أجل ضمان مصدالح المديرين من غير المحتبل أن تزيد مس رأسمال حملة الأسهم مثل

لقت أثبتت دراسة واقعينة حديثة أن خطبط خيارات الأسهم التي تقدمهنا الشركات للمديرين لم يتم تصديمها على نمو تصب معه في صالح حملة الأسهم. درس ميتثل حبيب و أككست در لوونفكنيست خطبط خيارات الأسهم القدمة للمديرين العامسين في الشركات الأمريكية للطروحة أسهمها للتراول العام بين عامي 1922، و1927، وحدد؟ ما لتلك الخطط من أقر على مصلحة حيلة الأسهم ³. خلصت الدواسة إلى أن مجالس الإدارة عادة ما تفقع المديويين الدامين عدداً مبالفاً فيه من خيارات الأسهم؛ ففي المحصلة كانت الأرباح التي جناها السهمون من جراء العوافز التي ولدتها خطة خيارات الأسهم السابقة أقل من ثمن تلك الخيارات الذي يطبيعه انحال دفعه المسهمون من أموالهم. وبعينارة أخرى خلصت الدواسة إلى أن فيمة أسهم الشركة نزداد بانخفاض عدد الخيارات المتوحة لديرها العام. هنذه التنبيعة جرى تأكيدها بدراسة أخرى قام بها سالومون سعيت بنارتي على الشركات الني تجات إلى الاعتماد على خيارات الأسهم سييلاً لتقديم التمويضات المديرين والوظفين الماديين أظهرت أداء أسوأ من متوسط أداء تلك المجموعة ⁹.

سنظهر بإذهذا النصل، كما بإذالنصول الأثية ، أن خيلية خيارات الأسهم التي تم اعتمادها بإذ القالبية الساحقة من شر كات الأسهم العامة قد جسرى تصميمها بما يعطق مصلحة الديرين، لا مصلحة حملة الأسهم، فخطط خيارات الأسهم التي تستد إليها الشركات حالهاً تقدم للمديرين تعريضات سخية لا علاقة لها بسوية أدانهم بجرى تعليها وإظهارها على نجو بهدو منطقها وعادلاً ومقبولاً ، غير أن هذه الخطط تحوي خصائص أو جوانب عدد بصحب تصويفها أو الدفاع عنها بإذ مساومات على مطال الذراء بين الديرين ومجالس الإدارة، يشعال أحد تلك الجوانب بإذ عدم تمكن خطط الخيارات تلك من استبحاد أو ظائرة لاماد المصادفة .

مزايا خفض ثمار الصادفة

انطلاهاً مـن مفهوم تقديم الموافز الفاعلة للمديرين. هـإن الطلوب أن تحدد أجورهم وفق المهار الذي يعوي أكبر قدر من الملومات الواضعة من أدائهم. في المهار الذي يمكس على الانحو الأفضل أفسال الديرين وأدائهم الفملي *. ضهر أن أفعال المدير لهست قابلة للملاحظة الباشرة والتعقب الأنجد. ومن جهة أخرى هإن نتائج اليزائية عادة ما تقمل لها إطهار خرصى النمو الحقيقية والكاملة لها الوقت الراهن. لذلك قد يبدو سهم الشركة أداة هنالة للحكم على أداء مديريها.

غير أن تطلبيات سعر سهم الشركة. دون تصميمها ومقارئتها مع بقيمة الشركات بلا الحسور سهم الشركة فد الحسورة، لا يمكن أن تقدم مؤشراً جيداً على الأداء القملي لديريها. فسعر سهم الشركة فد يرتقع لأسباب خارجة عن إدادة مديريها ولا علاقة لها لا يجهودهم ولا بقراراتهم. فانطفاني أسمار الفائدة على سييل المثال قد يؤدي إلى ارتقاع ملموظ به أسمار أسهم الشركات دون أن يمسرك مديروها ساكناً، وبالقمل فقد أطهرت دراسة حديثة لأسمار أسهم الشركات بها العسوق الأمريكية على صدى السنوات المساورة أن 30 بالمثلة فقطا من تقيرات أسمار الأسهم بأكملة أن فيادا التغيرات التغير الذي يطرأ على مستوى المؤدن تطاورف وتطورات هامة تشمل سوق الأسهم بأكملة أن شيادًا ما اعتبد التغير الذي يطرأ معن مدير سهم الشركة معياراً لأداء مديريها. فإنه قد يحمدت أن يكافأ بعض منهم بالرغم من سوء أدائهم، وذلك عندما بطارة تمسن عام على مستوى الدوق بأعكفها أو على مستوى الدوق بأعكفها أو على مستوى

بالطبع. عندما يحكم على أداء الديرين عبر النفيرات المكلفة بلا أسمار أسهم شركاتهم. وإنه قد يصعبت أيضاً أن يتعمل الديرون خسائس لا علاقة لهم بها ولم تشبع عن أدائهم. الغطس. وذلك عندما يطرأ عيوط عام بلا أسمار الهورسة أكان ذلك على مستوى السوق أم على مستوى القبلاء الذي تنتمي إليه قاك الشركات. إلا أن نعلق أجر الديرين بامتز ازات أسمار أسهم السوق أو القطاع بوجه عام مصوداً أم هيوطاً هو بلا المصلفة أمر إيجابي بالنسبة للديرين: إذ يكسي أن ناخذ بالحسيان مهل السوق عامة إلى النسو تكي نتوقع على الدى الطويل تصنفاً عاماً بلا أسهار أشهم الشركات. من هنا يمكننا القول، إن تأثير نغيرات السوق والقطاع سوؤي مع مرور الزمن إلى تراكم الأرباح لا الخسائر لدى الديرين.

حشى لو كان احتمال صدود أسسار الأسهم ية السوق أو القطاع يساري احتمال ميوطها. فإن خطط خيارات الأسهم مصمية على نحو يجعلها تكافئ الدير لدى ارتفاع أسهم السوق باحتمال أكبر من احتمال معافيته لدى ميوطها، وية أسوأ الحالات قد شودي اعتزازات السوق السليمة إلى جعل خيارات الأسهم التي يعتلكها الدير بالا فيمة ، يلاحين إن التطورات الإيجابية السريمة التي تطوأ علس السوق قد تدر على الدير أشاء خيارات الأسهم عينها أرباحاً لا حدود لها، إذاً، صحيح أن احتمال حدوث تطبورات طبية سريمة ية السوق أو القطاع بإدي إلى خفض فهمة خيارات الأسهم التي يملكها الديرون. لكن ذلك الخفض بيشى أضل من الارتفاع الذي تسببه التطورات الإيجابية السريمة. يمكن إجمال ما سبق بالقول إن تقلبات أسمار الأسهم يلا لاسوق أو القطاع ستؤدي بالمحصلة إلى زيادة فهمة خيارات الأسهم التظهدية التي بمطلكها مديرو الشركات.

واذا منا أردتنا الفظر إلى خطة غيبارات الأسهم من منظار مصلحة حملة الأسهم، فإنها يجب أن تصمم لتحقق أحد أمرين الثين، إما تعظيم العوافظ بالقياس إلى المآل للمسروف ثمناً لوسائس التحفيق ممكنة، عندما يكافأ للدير لوسائس التحفيق ممكنة، عندما يكافأ للدير على ننهرات عامة بها أسعار الأسهم بها السوق عامة أوبها القطاع الذي تنتمي إليه شركته، يعني ذلك أن أموال حملة الأسهم لم تُصرف على النحو الأمل، فقد كان يعقبور الشركة أن تحقيق العوافظ عينها ، وعنها للموافظ بالكفلة عينها.

لتفترحس على سبيل المثال أن شركة ما تقدم لديريها 1000 خيرار كشراء أسهم الشركة بالسعد الراحن الذي يعلغ 5002. إن جزءاً من القهمة المتوضة لهذه الخيارات -أو من الكلف المتوضعة على حملة الأسهم ثمناً لهذه الخيارات- ينتسج عن حقيقة أن أسمار ظك الأسهم الا ترتبع بغض النظر عن جهود الديرين. فإذا أمت المتهرات التي تطرأ على حقل عمل الشركة أو السوق عامة إلى رفع أسهم ظك الشركة. فإن لديرين سيكافؤون على هذا الارتفاع. وسيدفع المسهمون ثمن المكافأة دون أن يكون لها أي أثر على تحفيز الديرين لتحسين أدائهم.

لا شبك بلا أن التعويضات ستكون موجهة أكثر باتجاه تعقيق غرض التعفيز ، عندما تُستيمد التغييرات التي تطوأ على أسهم الشركة التي لا تنتج عن جهدود بيدلها الديرون من حسابات التعويضات المنوحة لهم. وسع أن تحديد جميع ظك التغييرات التي لا تنتج عن جهود المديريين يمثل أمراً والغ العسموية ، إلا أن تحديد التغييرات الناتجة عن تطورات عاصة بلا السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تتنمي إليه الشركة صو بالتأكيد أمر ممكن، وسن السهل استيماد تأثير ظك النفيرات المامة على سعر سهم الشركة أناه فهاس أداء الشركة بالاسترشاد بقيم سهلة العساب نبير عن الأداء العام للشركات في السوق عامة أو به القطاع الاقتصادي الذي تتنمي إليه الشركة.

إن إبساد مركبة التعويفسات التي لم يستحقها الديرون بجدارتهم مس فهمة خيارات الأسهم المنوحة لهم أو التغايل من خجم نلك المركبة -ما يعني النصول من فوع خيارات الأسهم التقييم التقييمة التي نوع خيارات الأسهم التقييمة فسار المسادعة - مس شأنه أن يؤدي إلى خفض كبير بية الكلف المتوفعة التعويفسات المنوحة على شكل خيارات لشراه الأسهم. إلى خفض كبير بية الكلف المتوفعة التعويفسات المنوحة على شكل خيارات الشراء الأسهم أنجل و دوغلاس ماك كايب إلى أن كلفة تقديم خيارات الأسهم المتوفعة المرب المي أغير مأته شركة مدرجة على لاتمة إلى أن كلفة تقديم بالميان الميان الميان أغير مأته شاركة من الميان الميان أغير مأته الميان الميان الميان الميان الميان الميان أغير الميان الميان الميان الميان أغير الميان الميان الميان الميان أغير الميان الميان الميان أكبر كفاءة الميان الميانية تكون أكثر كفاءة الميان الميانية تكون أكثر كفاءة الميان الميانية تكون أكثر كفاءة

الطرائق الكثيرة الثاحة لإنقاص ثمار الصادفة

هفاك عليف واسع من الطرائق التي تسمح بإنقاص لمار المسادفة التي يجذبها الديرون الشادفة التي يجذبها الديرون النقي تنزج عن ارتفاع في اسعار أسهم شركاتهم لا علاقة له بأدائهم النعلي أو بجهودهم الخاصة. بعض تلته الطرائق تلجأ إلى سا يسمى «الفهرسة» أو ما بماثها من إمكانات تصحيح سعر استخدام خيارات الأسهم المنوحة للعديرين، في جين ترتكز مجموعة أخرى من الطرائق على جعل استحقاق الخيارات، في مجملها أو في جزء منها على الأقل. مشروطاً لأسعار أسهم الشركة إنساوي على سبيل الشائل نسبة النمو الوسطي بتعقيق نسبة نمو دنيا على الأقل. مشروطاً لأسعار أسهم الشركة الإنسان أسهم الشركات الدرجة ضمن الفطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة). إذاً، أسام مصممي خطط خيارات الاسهم المربحة الكاملة في اعتماد الطرائق الذي يرونها مناسبة من أجبل إنقاص ثمار المساحق والمائة النقل ثمار المساحق والمائة النقل ثمار المساحق إلى متدل إلى لطيف. هو ما يزيد من حيرتنا أسا حقيقة أن غالبية الشركات إلى متدل إلى لطيف. هو ما يزيد من حيرتنا أسا حقيقة أن غالبية الشركات لا نهادر إلى طفرة أي هدر من شار المساحقة التي يجنبها الديرون.

الفهرسة

تمثل فهرسة سمر استخدام خهارات الأسهم آمرز الطرق المورفة لإنفاص شمار المسادفة. وتمثن نديل ذلك السعر ارتفاعاً أو هبوطاً مماشاة انتقابات أسمار أسهم باقي انشركات إما ية الفضاع الافتصادي وإمالة السوق عامة، فتتم بذلك فشرة أثر قلك التقلبات على سعر استخدام خبارات الأسهم المنوجة للمديرين، بالطبح، إن فهرسة خبارات أسهم الشركة فهاساً إلى مؤشر أسمار أسهم بافي الشركات ية المصل الاقتصادي الضيق الذي تعمل به الشركة سيؤدي أيضاً إلى هذرة أثر تقلبات أسمار الأسهم في القطاع الانتصادي الأوسع بالإضافة إلى فقرة أثر السوق عامة ً، لقد دما أففره رابابورت إلى اعتماد مند الطريقة في مقالة له بمجلة مارفود بهزشس ريفيو لاقت الكبر من الاهتمام من قبل الباحثين بؤ مجال الإدارة والمارسين في السوق ، فكتها لم ظن امتماءاً يذكر من مجالس الإدارة.

إن خيبارات الأسهم الفهرسة، وأشاء تعوية الارتباط بين الأجر والأداء. تتجع بلا تعظيم هاعليسة الحواضر بالقهاس إلى أثمانها، الأمر الدني يضع الشركات أمــا خيارين الثين: إما خفض الكلث دون إضماف الحوافز، وإمــا تقوية الموافز (عن طريق منــج عدد أكبر من الخيارات) بالكلفة نفسها.

لتأخذ على سبيل الشال شركة تقدم الهوم لديريها 1000 خيار تقليدي لشراء أسهم الشركة بالسمركة وبالكفة نفسها الشركة بالسمر الراهن الذي يبلغ 5000. ولنفترض أن بمقدور ثلك الشركة وبالكفة نفسها أن تقسدم لديريها 1500 مضروب بعمامـل تصحيح بأخذ القتلدات السوق بالحسان، فإذا كان الارتفاع الوسطي لأسمار الأسهم بلا السوق 30 باللغة منذ منها الخيارات. فإن سمر استخدامها بغدو 5000 * (3.0) أي 510 . إن هذه الخطة البيهلة مستوود الديرين بصوافز أفوى تدهمهم أكثر من ذي قبل إلى تمسين أدائهم؛ لأنها لكافتهم سستود 1500 بدلاً مو 5000 المتابعة المتقليدية عن كل زيادة دولار واحد تطرأ على سم السهم وتكون نتهجة لجهودهم الفعلية، لا لتقليات السوق بوجه عام 10.

إن صدّه الطريقية الشطاعيية المعروضة لفهرسية خيدارات أسهيم الشركة. سبواء وطفاً لتطلورات السبوق ككل. أم تتطورات سلة من الشركات المشابهية. لا تمثل الإمكانية الوحيدة للفهرسة، مثالك من يعارض فهرسة خيارات أسهم الشركة القدمة للمدير وهناً لمترسط أداء نظير انها من الشركات، وذلك انطلاقاً من أنه في هذه الامال مناك استبعل كبير ألا يعقق الدير أي أرباح من خيارات أأ . إن من يتينى تلك الروقة فد يفضل شكلاً أكثر اعتدالاً من أشكال الفهرسة، يتم فيه رفع بمعر استخدام الخيارات يمتبدار يعادل جزءاً فقط من الارتشاع الوسطي لأسعار الأسهم في القطاع الاقتصادي الذي تثني إليه الشركة، ومثالك أيضناً بدائل أخرى من أشكال الفهرسة بتم فيها تصحيح سمبر استخدام الخيارات لا عن طريق ربطه يوسطي أداء الشركات الأخرى، بل عن طريق ربطه بأداء مجموعة معددة من الشركات في التحدة الشركات في الشال بأداء تلك الشركات الدرجة في الربع الأسغل أو المشركات في التحدة الشركات في السوق أو في حتل عمل الشركة المنية الربع الأسغل أو

تجدر الملاحظة إلى فن الفهرسة لا تؤدي دائماً إلى رفع سعر استغدام الخيارات، بل قد تودي أيضاً إلى خفضه عندما يعلراً هيوط عام بلا أسمار الأسهم بلا الديق أو الشطاع، ومع فن فهرسنة الخيارات حينتذ سترتب على الشركة كلفة إضافية فهاسناً إلى كففة الغيارات التقليمية، إلا أنها تقدم للمديرين حافزاً قوياً يدفعهم إلى الحفاظ على أداء شركتهم أفشل من نظيراتها بلا عدد تدهور أوضاع الديق أو القطاع، وكما سنري بلا الفصل اللاحق، فإن الشركات التي تعتمد خطط خيارات الأسهم التقليدية غير المفهرسة تعمد بلا حال مبوط الأسعار بلا الشرق أو القطاع - الأمر الذي يجبل تلك الخيارات تبدو بلا فائدة، إلى منح مديريها خيارات جديدة بديلة عن السابقة أو إلى إهمادة تسهير الخيارات القديمة، إن فهرسة خيارات الأسهم تقدم علولاً أنهة لمن هذه الحالات وتنجز التصميمات المطلوبة نحو الأعلى أو نعو الأدنى من تقداء داتها.

طرائق أخرى لإنقاص ثمار المسادقة:

مع أن ربط سمر استخدام الخيارات بمؤشرات السوق أو القطاع بعد أكثر الطرائق التيمة لإنقامس نصار المسادعة انتشاراً؛ إلا أنها ليست الطريقة الوحيدة. إحدى الطرائق البديلة تتمشل بلا ربط استحقاق نتلك الخيارات بسوية معينة من الأداء، صا يمني أن الديرين وطق خطة تعمد صداء الطريقة سيخسرون خياراتهم بلا حال فشلوا بلا تحقيق الأعدادة لهم، أما سمر الاستخدام فعادة ما يحدد بسمر سهم الشركة بتاريخ منع الخيارات. عندما يعضق الدير الأهداف المنفق عليها نستمق خياراته وبإمكانه حينئذ استخدامها والاحتفاظ. بجميع الأرباع التي متفتها الأسهم منذ ناريع منحها.

قد نتم صباغة الأصداف المتفق عليها بالاعتماد على أحيد مؤشرات أسمار الأسهم.
كأن تستحسق خيارات الدير على سبيل المثال عندما ينجح في الحفاظ على سبر سهم
الشركة متفوقاً على مؤشر أسهم الشركات في السبق أو ضمن سلة من الشركات الشابهة
وذلك لمدة معددة ومتفق عنيها أيضاً. وقد يتم اعتماد مؤشرات أخيرى غير مؤشر أسمار
الأسهم من أجل صباغة الأهداف المطلوب تحقيقها قبل استعقاق الخيارات. مثل إبرادات
الشركة عن كل سهم من أسهمها أو الربع للمسوب على رأس الثال أو خلق رأس المال النقدي
على سبيل الثال أو أي صبغة أخرى مركية من هذه الإشرات.

وهنا علينا أن نقرق بين غيدارات الأسهم الشروطة بتستين أصداف مصددة، ونوع أخر من منهارات الأسهم الترفيط أيضاً بتحقيق الأهداف العددة، والذي يمكن شدينه ،خيارات الأسهم الترفيط أيضاً بتحقيق الأهداف العددة، والذي يمكن شدينه ،خيارات الأسهم المبينة بالأواه البيد. فهذا التروع من الخيارات يسمح للمديروين بالتصرف بها الأسهم المبينة والأواه البيد. حوافز أقوى من نقاف التي منشق عليها، فيدن غيرات الأسهم التقليدية، لأنها تزيد من الدوائد النبيد حوافز أقوى من نقاف التي تقدمها خيارات الأسهم التقليدية، لأنها تزيد من الدوائد النبي يصمل عليها المديرون من تقدم خيارات الأسهم المبينة بالأواه البيد تتحول حينئذ لتحقيق سوية الأواه المبيد تتحول حينئذ الربيط عليها المديرون بين المخارات أسهم عليها في من خيارات الأسهم المبينة بالأواه الجيد تتحول حينئذ النبي عدم عليه المؤلد عن النظر عن سوية الدائرات أن يقدم على الشطر عن سوية الدائرات أن يقدم على الشهر بالسعر نفسه ويقا موعد الاستحقاق نفسه، إذا فهذا الشوع من المبارات أن يقدمها الخيارات التقليدية فلمديرين حقى يقام الشهر.

وسم أننا فد نافتنا أشكالاً عدة من طرائق إنقاس ثمار الفسادفة. إلا أننا ان نماول لا هبذا الكتاب تحديد الوجه الأكثر فاعلية من وجوه خيارات الأسهم منقوصة ثمار للمسادفة. فمن غير النطقي تحديد شكل واحد يناسب جميع الحالات. وإذا حددنا بالفعل طريقة مبيئة وجدنامها الأكثر جدوى بالنسبة للشركات لا قطاع اقتصادي ما، فإنه مين غير المتوقع أن <u>222</u> أمر دون أواه ____

تكنون تلك الطريقة هي الأكثر جدوى بالنسبة للشــر كات يق القطاعات الأخرى أيضاً . بل إن الطريقــة الكى لإنقاض ثهار المسابعة قد تخطف ية الولقع من شركة لأخرى. إن ما فصديقا إيصالت هو أن مناك بمش الأساليب والطرائق لإنقاص ثهار المسابعة من الحتهل أن تكون مفيدة وفاعلة بالنسبة لعدد كبير من الشركات. ولو لم تكن كذلك بالنسبة لجميعها 1¹².

ابتعاد الشركات المحير عن توظيف خيارات الأسهم منقوصة تمار المسادفة

لقد دأيت الشركات بلا الماضي على تجتب أي رجه من وجوه خيارات الأسهم متقوسة فهـــاز المسادهة ، مهما كان معترلاً أو قطيفاً ، هذا الفشل النام وواسع الانتشار بلا اعتباد أي ألية لفع بني ثمار المسادهة قد دعا أحد الملماء المختصين بلا حقل تعويضات الديرين إلى القول: «إن النهاب الثام تقريباً لكل هذه الألهات بيدو محيراً أهالاً ، ³³ ، ولم يتعرك ساكن بلاً هذه المسألة حتى تكشفت فضائع بعض الشركات. هكان هنالك حراك طفيف - وبضفط من حملة الأسهم- باتجاه اعتماد بعض ترتبات خيارات الأسهم منقوسة ثمار المسادفة.

لم تكتف الشركات عموماً بالابتماء عن شكل الفهرسة المتاد، الذي يمدل سعدام استخدام خيبارات الأسهم فياساً مع مؤشرات أسعار أسهم الشيركات الأخرى في السوق أو النطاع. بيل إنها ابتمدت أيضاً حتى عن الأشكال الأخرى المتدلة واللطيفة للفهرسة التي ذكرناها فيصا تقسم، ومن ناهية أخرى لم بلجاً سوى عدد قبل جداً من الشير كات. قبل تكثف فضائح الموكمة، إلى اعتماد أشكال الخيارات المشروطة التي نقلز جزءاً على الأقل من شهارة الشير بعصدها المديرون من ضمين تمويضاتهم، من طبك الشركات التي ماعتمدت شبكل الخيارات المشروطة شركة مونسانتو على سبيل المثال التي ربطت استحقاق خيبارات الأسهم المنومة لديرها العام في أواخر التسميتهات من القرن الماضي بتجاهم وعلى مدى خمس سنوات متنافية في تعفيل ربع على سهم الشركة يتجاوز ما نسبته 50.5 بالشة ستوياً أو إعلى الرغم من أن هذا الإجراء قد الأفي مديحاً واسماً من قبل المسحافة التخاصية ومن قبل شخصيات معروفة وقاعلة في عالم الأعمال مثل السيد وارن بوفيت. إلا الذه لم ينجع في الانتشار على نحو واسعاً. فإحصائيات الماء 2002 نظهر أن 5.5 بالمئة متط من شركات الأسهم المامة الكبرى، التي تعتمد خطط تقديم خيارات الأسهم لديريها. عمدت تعلياً إلى ربط استعقاق الخيارات التي تقدمها لديريها، ولو جزئياً. بتعقيق بعض الأمداف الثقق عليها⁶ا.

وهكذا جرت مكافأة الفائيية العظمي من الديرين على الزيادات المطلقة التي طر أت على أسمار أسهم شركافهم. وحتى ظله الناتجة عبن تغيرات عامة أصابت جميع الشركات على أسمار أسهم شركافهم. وحتى ظله الناتجة عبن تغيرات عامة أصابت جميع الشركات أسواق ألبورصة. التي حدثت بلا النسمينيات من القرن المنصره، جلبت خيارات الأسهم أرباحاً طالكة لجميع الديرين، حتى لأولئك الذين لم يحققوا أي أهداف تستحق الذكر، للفضة على سبيل المثال حالة اطفراضية يضو طيها السوق ينسبة 50 باللثة، ولنرى ما يجنبه مدير شركة بتراج عنوصا عن وسطي النمو يلا السوق ينسبة 50 باللثة، إن هذا الدير سيطل بالرسمين عن من شلك مقارنة مع نظراته يجنبي أرباحاً كبيرة: وهذه الأرباع تقوق بلا الواقع ظله النسوق بنسبة 50 باللثة لكن بلا ترمن يشهد فيه السوق عموماً مدة من الركود الاقتصادي، يهم وارن بنسبي بجنبها مدير شركة أغسري تسبق نظيراتها وتحقق معدل نمو أفضل من وسطي السوق بنسبة 50 باللثة لكن بلا ترمن يشهد فيه السوق عموماً مدة من الركود الاقتصادي، يهم وارن بطيبون فوق صا يستحقون على نحو لا يصدق، وذلك أشاء خيارات الأمهم المنوحة لهم بسخاء كبيرون المامين الذين يظهرون أداء عادياً لهم بسخاء كبيرة أيادات الأمهم المنوحة لهم بسخاء كبيرونا.

التفسير المرتكز إلى نفوذ وسلطة المديرين

إن الفيدات شبيه التام لخيبارات الأسهم متقومسة فهار المسادفة في خطاط تدويضات الديريين إنصا يعسب في مسالح الديريين أنفسهم. فالخيبارات التي ترتيط فيمتها بإداد المديرين إنسا يعمن أن نسوفها التشرح الماذا يعسب المديرين ليست به مسالحهم. وذلك للأسباب ذاتها التي يمكن أن نسوفها التشرح الماذا يعسب ذلك الانوع من الخيارات في مسالح حملة الأسهم: هخيارات الأسهم متقومة ثبار المسادفة قد تحرم الديرين من ربح كان محققاً باعتماد الخيارات التعليدية، وتجبرهم على التخلي عن بعض مكاسبهم. من هنا سيحاول الديرون بكل ما أوتوا مـن نفوذ وسلطة أن يحصلوا عنه خيارات الأسهم التقليدية.

لنتذكر الأويتين اللتين تعمل بموجبهما خيارات الأسهم منفوصة ثمار المصادفة لمسلمة
حملة الأسهم، فأهداء عزل خيارات الأسهم عن الأداء العام للسوق أو الفطاع الاقتصادي
تستطيح الشركة أن تقدم السوية دانها من الحوافز لكن بكلفة أقل، موفرة بذلك المال على
المسهمين، بالطبع سيخسر الديرون حينفذ جزءاً من ثمار المسادفة التي كانوا سيحصدونها
المدينة فتنصد على أنه بمقدور الشركة الغانج عن تغيرات القطاع أو السوق عامة. أما الألية
البديلة فتنصد على أنه بمقدور الشركة الغانج عن تغيرات القطاع أو السوق عامة. أما الألية
عدداً أكبر من خيسارات الأسهم منقوصة ثمسار المسادفة، معزوة بذلك الحوافز القدمة
فياسياً إلى منا يعفوفه من خيسارات الأسهم التقليدية، فكلهم سيُعبرون على النطابي عن
فياسياً إلى منا يعفوفه من خيسارات الأسهم التقليدية، فكلهم سيُعبرون على النطابي عن
نان فرع قبية سهم الشركة، لكن على حساب سلملتهم ونفوذ عم (خطوات نودي إلى تصنير
حجب إمبر اطورياتهم على سبيل الثال)، إذاً، إنها الأسباب عينها التي تجمل معملة الأسهم
بيغضلين خيارات الأسهم منقوصة ثمار المسادفة، تدهم الديرين لأن ينضلوا خيارات
الأسهم النظيدية.

إضافة إلى ذلك فإن بمض المديرين ربما يمارضون فهرسة سمر استخدام خياراتهم أو ربسة استحقاقها بأدائهم، لأن عدائهر كهذه من شأنها أن تسلط الضوء على سوية أدائهم مقارنة بنظرائهم وتفضع ما كان مستوراً، فأثناء حجب الكافأت عن الديرين بلا حال تدني أدائهم إلى منا دون السوسة فائنقى عليها، تعري خينارات الأسهم منقوصة ثمار المسادفة سويسة الأداء السيشة لأولئك الديريين وتظهره إلى الخارج، إن الضوف من الطهور بمظهر الدير القائل بختلف ثماماً عن الخوف من خطر فقد ان الكافأة الثانيج عن تعليق خطة فهرسة الخينارات ولا ينتضى بانتفائه، هذا يعني أن الديرين سيشمرون بالإحراج إذا ما تكشف أداؤهم السيق حتى ولو لجنأت الشركة إلى اعتماد وجه لطيف من وجود الفهرسة يعنمهم فرصة ربح أكبر من ظك التي تقدمها خيارات الأسهم التقايدية.

ــية هــالات ممينــة، هد يؤدي أحد أشكال خيارات الأسهـــم متقوصة ثمار المساهفة -وهو شكل الخيارات المفهرسة- إلى زيادة أرباح الديرين بالمقارنة مع خيارات الأسهم التقليدية. فعندما يتخفض المؤسر المتمد الفهرسة بلا المدة المتدة بهن زمن منسج الخهارات وزمن استخدامها، يتخفض السعر السني سيدهده الدير المشأ الطهارات المنوحة الله، ما يمني زيادة بلا الأرباح عند استخدام الخهارات. إن هذه الخاصية من خصائص خهارات الأسهم المفهرسة تقوي الارتباط بين الأجر والأداء (فارتفاع سعر سهم الشركة يجب أن يكافأ أكثر عندسا يحصل ذلك على خلفية هيوط أسمار أسهم الشركات الأخرى). لكلها تقدم أيضاً هيسة إضافية للمديرين عندما تهيط أسمار السوق أو القطاع بوجه عنام، ومع ذلك فإن هندة الإبجابيات التي تتمتع بها خيارات الأمهم الفهرسة لا تضاهي، من منظار المديرين، إيجابيات خيارات الأسهم التقيدية، بل إنها تفسل بها الفافسة أمامها، انطلاقاً من توقع نصو السوق مع مرور الزمن، فإن ربح الديرين المتوقع من ارتفاع سعر سهم الشركة نتيجة خلارتماع المنام بها أسمار أسهم الشركات بها السوق أو القطاع سيفوق على نحو واضح خسارتهم المتوقعة من انخفاض سعر تلك الأسهم.

إضافة إلى ذلك وكما سنرى في الفصل 13 . فقد وجد الديرون أساليب متعددة للتهرب من بعض كلف هبوط أسعار الأسهم في السوق في نظام خيارات الأسهم التقليدية. هندما يعدث مثل هذا الهبوط ويسعب معه سعر سهم الشركة في السوق عادة ما يعصل الديرون على هذا الهبوط ويسعب معه سعر سهم الشركة في السوق عادة ما يعصل الديرون على إعادة تسمير تخيارات جديدة وبسعر استخدام جديد منذ في الخيارات التقليدية. إذا ما جرى تزويدها بتدايير كهذه من إصادة التسمير أو الاستبدال، تضع الديرين في موقع يعصدون عليه عنوانه دريم مضمون وخسارة مستمولة.

إن ثمار المساحقة التي تعرضا على المديرين خيارات الأسهم التقليدية تصل إلى ذووتها لـ
مده النمو السريع اسوق الأسهم. من هنا سمحت ظاف الخيارات المديرين في العقد النصيرم
أن يحصدوا مهالغ كبيرة من التعويضات النبي لم يكن مر تبطة بأد انهم الشخصي - وذلك
علس نحو بيسدو منطقياً وعادلاً ويمكن شويف. قلما كانت الفكرة العاممة وراه التعويضات
القائمة على حقوق الملكهة سقيمة وصحيحة. ولما كانت خيارات الأسهم التقليدية تمثل الوجه
المسروف وواسع الانتشار من وجوه التعويضات القائمة على حقدول الملكهة. كان من السهل
علس المديرين ومجالس الإدارة اعتماد هذا النسوع من الخيارات دون التعرض لسخط عملة

_____ لم يوزندا. ____

الأسهيم؛ لأن الجهاز الإداري والتنفيذي قد فشيل بية اعتماد شكل خيارات الأسهم منقوصة ثمار المسادفة.

لا تربيد القول إن اعتباد خيارات الأسهم التقليدية في البداية - موساً عن خيارات الأسهم متقوصة ثمار الصبادقة - جاء نتهجة دهم من الديرين أو استخدام لتفوذ هم في جباكس الإدارة. فأوشك الذين وقتوا في بداية الأمر لمسالح استخدام خيبارات الأسهم - أكانوا أكاديمين. أم استشاريين في حبيال تصميم خطط التويضات. أم شركات استمارية. أم حتى مديرين - ربسا لم يفكروا حلياً في اليزات التي تعتكها خيبارات الأسهم الفهرسة وغيرها من الخيارات النسي تؤدي إلى إنقاص تصار المسادفة، لكننا نعتد أن الاستصدار في اعتماد خيارات الأسهم بالرغم من تفضل الأشكال الأخرى من خيبارات الأسهم منقوصة تسار المسادفة في الانتشار بالرغم من تفضاه وقت طويل على طرحها، مردهما إلى الفوائد الجمة التي تقدمها خيارات

لقد دأب أعلام الستثمرين والأكاديمين والاسحنين المغتصين بإدم بدأل إدارة الأعمال ولسنوات مضت على إبر لا ميزات خيارات الأسهم منقوصة ثمار المسادفية. لكن وبالرغم من الاعتراف النثامي بأشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المسادفية بمسفيها بدائل معتملة وجيدة لشكل الغيارات التقليدية . فقد تفادتها جميع الشركات باستثناء مدد مبغير منها. مل يكمن السهب المقيفي وراء ذلك الإبتساد عن أشكال الخهارات منقوصة ثمار المسادفية بلا رفية مجالس الإدارة بلا التناويات المتقاليد السائدة، وما نتع عن ذلك من متمسك، تلك المجالس بترتهيات التعويضات التقيدية. كما رأينا بها الفصل 9 إننا أنشك بها أن مهدة المطالبة والهيل إلى التزام ما هو سائد كفيلان بمفردهما بتقديم فسهر مقتم وشاف لهذا الالتزام الكوني إلى حد ما بالشكل التقيدي لخيارات الأسهم وسيلة وحيدة لنبع الديرين تعويضات قائمة على حقوق اللكهة.

أثناء اللدة التي تطورت فيها وسائل وبرامج تقديم خيدارات الأسهم ونضجت وانتشرت علس نطباق واسبح . ثم ينجح ميداً العطالية فإذ منح خيبراه واستشاريي خطبط التعويضات مسن إدخيال ميزات جديدة على ظبات الخطط كانت تصيب فإ مصلحت الديرين ومن إقتاح مجالس الإدارة بجدوى ظك الهزات - مثل ميزة إصادة الشعن وميزة تعجيل الاستحقاق. وبوسمنا التأكيد على أن إجراءات الفهرسة أو الاستحقاق المشروط لغيارات الأسهم وربطه يتحقيق أمداف محددة ليست أكثر تعقيداً من هذه الهزات الجديدة التي تصبب في مصلحة المديريين ولا هي أسمب منها تطبيقاً. لكن الفارقة تتمثل في أن التصديثات التي تصبب في صالح المديرين وجمت طريقها إلى التطبيق والانتشار ، فلا حين بقيت جميع أشكال خيارات الأسهم منقوصة ثمار المسافعة بهيدة عن التطبيق والانتشار على نطاق واسع.

فضاؤ عن ذلك، ومع أن خيارات الأسهم التقليدية لا تزال تتمتع بقدر كاف من الشرعية والقبول عن ذلك، ومع أن خيارات الأسهم التقليدية لا تزال تتمتع بقدر كاف من الشرعية الأسهور، إلا أن مزايا خيارات الأسهم منفوسة نسار المسادفة بالت الأن تعطى باعشراف كاف، بعيث إن أي خطوة به مجالس عنا الاتجاء من التوقع أن تقوم به مجالس الإدارة بلا انجاء خيارات الأسهم البديلة سيجلب لها على الأغلب مديساً، بل تصنيفاً، من المراقبين الخارجيين، إذاً الايمكن للضغط المزهوم بالجاء التزام ما هنو سائد أن يفسر المراقبين الخارجيين، إذاً الايمكن للضغط المزهوم بالجاء التزام ما هنو سائد أن يفسر استعسرار سيطرة خط على خيارات الأسهم التقليدية على خطط تعويضات الديرين، بل إن مصلحة المديرين بال التعاليدية عن التي تضملها لهم خيارات الأسهم التقليدية عن التي تقدمتها لهم خيارات الأسهم التقليدية عن التي تؤدي الدور الأساس في هذه السائدة.



ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم التقليدية

(12

بالرغم من الازايا الواضحة لأسلوب لقويم الأناه النسبي، إلا أنه غالب غياباً مدهشاً عن خطيط لعويضيات الديرين به الولايات التحدة. لكن النساؤل الطيرح والذي ينتظر الإجابة الشافية هو: فاذا يسمح حداث الأسهم للمديرين المامين بأن يراهنوا ويضاربوا باسمهم به السوق ويجنوا لأنفسهم الأرباح الضخمة على حساب حملة الأسهم؟

من دراسة شاملة حول اقتصاد خطط تعويضات الديرين. أجراها جون أيترد و عيقيد كايلان عام 1999

اجتهد المدافسون عن خطط وأنطعة التعويضات الراهنة لإيجاد الدرائع والحجج التي تسوّع لجوه الشركات إلى مكافأة مديريها على ارتماع أسعار أسهمها له سوق البورسة حتى عندما يأتي ذلك الارتفاع نتيجة لتطوّرات تطال السوق بأكمله أو المقل الاقتصادي الأضيق المديّ تمسل فيه عنك الشركات. وبينها دأب الديرون أنفسهم والفائمون على وضع خطط التعويضات على التركيز على الاعتبارات المساسية. صب خبراه افتعساد المال وخبراه قوائين الاقتصاد جهودهم على صياعة ذوائع وحجج ومسوضات اقتصادية لإمكان وصول المفاوضات المهنية والوضوعية على مطال الدراع بين الديرين ومجالس الإدارة إلى هذا النوع من الأجر غير الرتبط بالأداء.

الدرائم التملقة بالاعتبارات الحاسبية

تتمشل أكثر الدرائع انتشباراً لتسويغ عدم اعتمياه الشركات خيبارات الأسهم متقوصة ثميار المسادقة –أكان ذلك يفهرستها أم يربط استحقاقها بتعقيق أهداف معددة – للآأن حسابات الشركات لا تشجع على اعتماد هذا النوع من الخيارات أ _ ام ين أوار ____

بعسب قواعد هيئة معايير العسابات المالية. فإن الشركة التي تعنع موظفيها خيارات لشراء الأسهم ليست بعاجة لأن تدفع أي ضرائب أو رسوم على إيراءات تلك الخيارات خال تشرعاً والمتحقق شرطين التين: (ا) إذا جرى تتبيت سعر استخدام الأسهم على قيمة أكبر أو تساوي سعرها. إلا السوق بتاريخ مفح الخيارات و(2) إذا كانت أجال الخيارات محددة سلفاً، ويلا ظل هذه القواعد فإن الشركة التي تعنج مديريها خيارات الأسهم التطيدية ليست بعاجة لإنضال تلك الخيارات إلا هساباتها وطرحها من الإيرادات - لا عند إمدار الخيارات، ولا عند استخدامها من قبل المديريات، حين تحصل الشركات على خفض ضريبي يساوي ما يجنيه مديروها 2. فتكاليف خيارات الأسهم التقليدية التي تمنعها الشركة لموظفيها لا تظهر .

خلافاً للغيارات التقايدية لا تتبتع الغيارات المفهوسة بسعر تصرف ثابت، ولذلك فهي
لا تدخل ضمن القطاق المفى من الضرائب، وعلى الشركات التي تمفح خيارات مفهوسة
أن تقارن باستمرار بين أسعار تلك الخيارات وأسعار أسهمها في السوق وأن تحجز ضريبة
على الإيرادات المعققة الفاتجة عن ارتضاع سعر السهم في السوق نسبة إلى سعر استغدام
السهم الفهوس، من جهة أخرى تغضع الخيارات التي يرتبط استعقاقها بتحقيق أمداف
محددة للمعاملية السلبهة ذاتها فهما يتملق بأسلوب إدارة حسابات الشيركات التي تعضيم
لهنا المسادنة ذاتها فهما المقهرسة، إذاً، وبحسب المرافعين عن خيارات الأسهم التقليدية، فإن
مجالس الإدارة تفصل هذه الخيارات التقليدية على الخيارات منظوسة شار المسادنة لأن
الخيارات التقليمية تؤدي إلى أرفام أعلى لإيرادات الشركات الملقة، ما قد يفضي بدوره إلى
ارتفاع أسمار أسهم تلك الشركات في السوق³.

غير أن هذه الاعتبارات المحاسبية ليست قادرة على تقديم تنسير مفاسب أو تسويغ كاف لهـذا الغياب شبه التام لخيسارات الأسهم مفقوصة ثمار المصادفة. إنشا فقبل بفكرة أن آلهة تسعير الأسهم بلة السوق ليست بالآلية الفاصلة مائة بالفئة، وتقيجة لذلك فإنّه من المعتمل أن بعضع المستصرون الشركات التي تدخل خياراتها بلة حسايات ميزانهاتها فهمة أدنى من القهمة التي يمضعونها للشركات التي تستميل العدد ذاته من الخيارات لكنها لا تدخلها بلة حساباتها أ. إذا كان الأمر كذلك. فإن الشركات التي تعتب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المسادفة التي ستضطير إلى إدخال طك الخيدارات في حسابات ميز انهائها ستكون أقبل جدنيا للمستتمرين الذيين تتقصيم القطرة المبيشة للأمور من ذلك الشركات التي تعتسد الخيارات التقايدية التي لا تدخل في حساباتها، وكك حتى لوطرحننا جدلاً أن الأمر على هذا النمو، فإن ذلك لا يعتبي على الإطلاق أن غياب خيارات الأسهم متقوصة ثميار المسادقة من خطط تعهيضات الديرين بعير فعلاً عن مساومات على مطال الذراع بين الديرين ومجالس الإدارة.

هناك شرطان الثنان يجب أن يتحققا قبل أن تنودي الماملة المسابية غير الواتية التي لمصلية غير الواتية التي لمصلي بها خيسارات الأسهم منقوسة نسار المسابقة إلى جعل ظاك الخيسارات غير جذابة لشركة من الشركات: (1) على السوق أن يظهر فدراً كبيراً من عدم الكفاءة حتى بإدي تحول للشركة إلى الخيبارات الفهرسة أو الشروطة بسوية مصددة من الأداء إلى خفض واستح طك الشركة إلى الخيبارات الفهرسة أو الشروطة بسوية مسددة من الأداء إلى خفض واستح يصبر سعر سهم الشركة بها السوق (إذات من الفترض على الدى الطويل أن يسبيها عبد سعر سهم الشركة بها السوق ويتصلها المهمون (الذين يسبيها هنذا الانتفقاض القسير الأجل بها سمو سهم الشركة بها السوق ويتصلها المهمون (الذين ربها النها يتطله على الخيبارات الأسهم منقوسة ثمار المسادفة، ولما كما لا شرى مسوعاً لكون هذين الشرطين مصقفين بالنبية لجميع الشركات، فإنه من غير المطلبي أن تكون الامتبارات الشعابية فيها المحقوسة ثمار الفياب شهه الكامل للخيبارات منقوسة ثمار المسادفة من خطط تمويضات الديرين.

تجمع الإشارة هشا إلى أن أصحاب مؤسسات الاستثمار ومستشاريهم من الغيراء لا يشاركون الجهاز التقورسة. وبالفعل، فإن يشاركون الجهازات الفهورسة. وبالفعل، فإن مواخر خدصات حملة الأسهم اللوسسانية الاذيين تسمع نصائمها من قبل عدد كهور من أصحاب مؤسسات الاستثمارية الذي يمثل أصحاب المؤسسات الاستثمارية الذي يمثل أضحاب المؤسسات الاستثمارية الذي يمثل أضحاب المؤسسات الاستثمارية الذي من أكثر من 130 مندوقاً تقاعدياً، دعت إلى اعتماد خهارات الأسهم الفهرسة على الرغم من أن هذه الخطوة من شأنها أن تخفض أرقام الإيرادات الملتة أن كم أن مؤسسات استثمارية من منتوعة أبضاً فهورسة خهارات الأسهم أ.

<u>232</u> أج يوزناه ____

إن أصحاب مؤسسات الاستئسار لا يوافضون أيضاً على الوقف السابي الدني يتبناه المديرون من موضوع إدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات؛ بل إنهم يرون في الواقع ان احتساب خيارات الأسهم في اليزانية إنما يصب في مصلحة حملة الأسهم بغض النظر عن طبيعة تلك الخيارات، أكانت منقوصة ثمار المسادفة أم لا. فضي عام 2002. شرعت مؤسسة TAAA-CREF الاستثمارية بالضفط على نمو 1700 شركة من كبرى الشركات النامة في السوق التي تمكك فيها حصصاً، من أجبل مثها على إدخال خيارات الأسهم التي تعنجها لوطفيها في حساباتها ⁷. ومن جهته عبر مجلس مؤسسات الاستثمار أيضاً عن دعمه وتأهيد الإدخال خيارات الأسهم في حسابات الشركات ⁸. ويلا عام 2003. الاقت ندادات هجراس حملة الأسهم التي تدعو إلى احتساب خيارات الأسهم في ميز نهات الشركات أكبر فدر من الدعم على مستوى حبلة الأسهم عموماً بين ظك القداءات التطفقة بالتمويضات التي عادة ما تصدر عن المجالس الخطفة العملة الأسهم .

وعلى إلر هضائح حوكمة الشركات التي بدأت يلا أواخر عام 2001، واستجابة للضفوط الشي مارستها مؤسسات الاستثمار مل مؤسسة TIAA-CREF ، فررت مثاف الشركات، يما فيها عوك كولا و بالك وزو واشتطن بوست. البده بإدخيال خيارات أسهمها يق حسابانها. وذلك بق مسمى منها لاسترمنا، حملة الأسهم، والأمر بالنغ النبير يتجسب بق أن تكك الشركات. وبالرغم من أنها استجابت للضفوط أدخية خيارات الأسهم بق حسابانها. إلا أنها لم تتحول إلى اعتماد شكل خهارات الأسهم منقوصة قمار المسادقة - مع أن ذريعتهم بق عصابانها. إلا بقعدم المتعاد هذا الوجه من وجوه الخهارات. وهي عدم الرغبة يادخالها بق المسابات. لم تعدد صالحة على الإطلاق، ولما كان من الرجح أن يستمر المديون بق التأثير على نظام أجورهمم. فإننا نتوفع أنه ما دامت الضغوط المفروضة على الثركات صغيرة بالتباء اعتماد خيارات الأسهم متقوصة أبار المسابلات الشركات سنستمر بق استخدام الخيارات الشعوبة لذي التنق مع هذا التوقع إنما يدار صحة الإعتباد بأن الاعتبارات الماسيهة كان موجود ذريعة ولم تكن عائمة التوقع الما يبرذ صحة الإعتباد بأن الاعتبارات المسابهة كان المؤالة المؤمنة على المراقع المتعاد بأن الاعتبارات الماسيهة كان موجود ذريعة ولم تكن عائمة التوقية على المراق المتعاد خيارات الأسهم متقوصة فيارات المسابهة كان من التنقيم عندا التوقع إنما يبرز صحة الإعتباد بأن الاعتبارات المسابهة كان من المسابهة خيارات المسابهة كان موجودة فيار المسابهة كان من المعادقة.

ويبدو أن القاعدة التي يعتمد عليها تفسير القياب الشامل لخيارات الأسهم منقوسة لمار المسادفة بناء على اعتبارات معاسبية ستتلاش شاماً إلا السنقيل. ففي أذار/مارس عام المسادفة بناء على اعتبارات معاسبية ستتلاش شاماً إلا السنقيل. ففي أذار/مارس عام عام 2004 أصدرت فيئة معابير الحسابات المالية الأمريكية مسدوًة مفترح قانون يليزم الشركات العاصة بإدخال خيبارات أسهمها علا ميز انيسات السنوات المالية . التي تبدأ من المعتمل أن تنجيح عينة معابير الحسابات المالية على قرض ذلك القاندون. كما يعشر الكونفرس لمن فافين يفرض إدخال الخيارات المفوحة للدير العام وأربعة من الديرين الكونفرس لمن الأكرر أجراً على كل شركة على سابات ميزانياتها. ثكله لا يجبر الشركة التنافيذين الأكبر بالقسية للغيبارات المنوحة لباتي الوظفين. وعلى مال نجع تمرير هذا القاندون يقالكونفرس وبات على الشركات إدخال خيارات مديريها على تساباتها على الأنهاب التام سيكون بمنزلة امتحان أخر الدي فدري فدة الاعتبارات المحاسبية على تفسير اللهاب التام إمسرار الشركات على اعتماد الخيارات المتعادية على تقديم الأفضائية المعاسبية المسابية على تقديم الأفضائية المعاسبية الم يكن سوى غطاء للديرين تعويضات الخيارات الماسية على أن منطق الاعتبارات المعاسبية لم يكن سوى غطاء للديرين تعويضات الخيارات الماسية على أن منطق الاعتبارات المعاسبية على مصالح عملة الأسمة على الماسة عملة الشهرية على الأصفائية المعاسبية المين أن منطق الاعتبارات المعاسبية لم يكن سوى غطاء للديرين تعويضات الخيارات الخاصة الأفضائية على مصالح عملة الأسمة.

المعركة الدائرة حول إدخال خيارات الأسهم ية حسابات الشركات

تشد بدل الديرون جهـوداً كهرة من أجل منع هيئة معايير الحسابات المالية من فرض إدخـال خيارات الأسهم في حسابات الشركات. وقد يكمن الدافع وواد نلك الهمهود - جزئهاً على الأفـال - في مصلحة الديرين بأن يستمــوا في الاستفادة من الزابــا التي تقدمها لهم الخيارات التقليدية.

لية علم العاسية. عندما تشتري شركة ما يطاقات سقر بالطائرة وتدفيع ثمن ظله اليطاقيات على شكل خيبارات أمهم لية ملكهية الشركة يشم التنازل عنها لصالح شركة الطيران، فإن قهمة تلك الخيارات ستدخل على شكل نفقات لية حسابات الشركة. إن إدخال خيبارات الأمهم ذلك إلى حسابات الشركة أمر منطقي، إذ إن الشركة ستكون قد قدمت شيئاً ذا فيمة بلا مقابل حصوفها على بطاقات السفر ، إن عملية التبادل هذه تكافّل في الواقع عملهـة تجارية من خطوتين ، بلا الخطوة الأولى تبيع الشركـة خيارات أسهمها لطرف ثالث، وبلا الثانية تشتري البطاقات بما حصلت عليه من مال بلا الخطوة الأولى.

غير أثبه إذركان مسهوحاً حش الأن للشركات ألا تدخل خيارات الأسهم المتوحة ليعض موطنيهما الكبارية حساباتها، وظله كانت الخيارات التي تحقق شرطين الثين: (1) أن يكون سمسر استخدامها ثابتهاً ويساوي على الأقل سمسر السهم فإذ السوق بتاريسخ منحها. و(2) أن يكنون لهنا أجال مصددة. أهاه العقيد الماضي حياول الإصلاحيون الضغط بالجياه إدخال جمهم غهبارات الأسهم المقوحة للموطفيين بإحسابات الشركات. غير أن الديرين لمبوا دوراً كبيراً إلا إحياط هذه العاولات. لا منتصف التسمينيات من القرن الماضي سمت هيئة معابير الحسابات المالية الى ادخال جميع التعويضات البنية على ملكية الأسهم في حسابات الشركات، وذلك بالاعتماد على قاعدة منطقية ومتماسكة - على نجو يتنق والطريقة الراهفة التي تعامل بها الخيارات الفهرية والخيارات المشروطة بتعقيق أعداف محدد¹¹. الأأن ممانعة حامية أجيرت ميثية معايير الحسابات اللالية على إيقاف مساعيها هذه ألا وعيضاً عن ذلك ألزمت الهيئة الشركات التي لا تدخل خيارات الأسهم في حساباتها بأن تكشف عن كلفة غيارات الأسهم المتوحة غوظتيها على هوامش بياناتها المالية ^{(]}. وبعد فضائح حوكمة الشبر كات جدد الإصلاحيون جهودهم وحققوا علىما بيدو بعض الإنجازات، إذ من القوقم أن تقبو الشركات مرغمة، بأقل تقدير ، على إدخال خيارات الأسهم المثوحة غديري الصف الأول من حيث الأجر بلا حساباتها. غير أن الديرين قد أظهروا تصميماً كبيراً بلا مجابهة أي توجيه تعو احتساب خيارات أسهمهم، وقد وظفيوا الكثير من الوقت والجهد ورأس الثال السياسي من أجل الحيلولة دون حصول ذلك.

يدً عن الديرون أن كفاحهم الشديد ضد إدخال خينارات الأسهم بلا حسابات الشركات إنما يستند إلى أن احتساب خيارات الأسهم سيؤدي إلى خفض الإيرادات الملثة، وتالها إلى انخفاض سدر السهم. ما يعني بلا العصلة إلحاق الضرو يحملة الأسهم. ولما كانت خيارات الأسهم المفوحة بانت الأن تساوي مبالغ طائلة من المال، فإن احتسابها بلا اليزائية سيترك لثرةً غيبراً على الحد الأدنى لإيرادات الشركات، فينما كان احتساب خيارات الأسهم عام 1992 - سيخفض الإبرادات بنسبة 1-4 بالشه⁶⁴ - ارتمت ذلك النسبة على نحو ملحوط بعد عقد من الزمن¹⁵ - حتى بات احتساب خيارات الأسهم لخ بيض العالات. شركة سيسكو على سييل فلتأل، من شأنه أن يقلب أزياح الشركات العلقة إلى خسائر.

لقد بسات مفروضاً على الشركات بإذ الوقت الراهن أن يدونوا القهم الكافئة لغيارات الأسهم الكافئة لغيارات الأسهم التي يمنحونها لوظفيهم على هوامش بهاناتهم الثانية . فقدت تلك القهم متاحة للمهتمه بإن السوق لا يمورون تلك للمهتمه بإن السوق لا يمورون تلك الهوامش أي انتباه ، بل يركزون جل اهتمامهم على أرقام الإيرادات المائة، وبحسب وأيهم، فيان نقل هذه المؤمة من هوامش البهانات المائهة للشركات إلى صلب تلك البهانات من شارة أن يهيز نظرة المستفرين إلى تلك البهانات المؤمة في يعيز نظرة المستفرين إلى تلك البهانات المنبهما بإن المنفاض أسمارة المهمها بإن السوق، ويدشها إلى خفض اعتمادها على خيارات الأسهم.

إنه انتظر إلى ادماءات الديرين ظله بعين الشك. فأولًا وقبل كل شهره تقزم هيئة معايير المصابات المالية جميع الشركات بإدخـال خيارات أسهبها في حساباتها. لا شركات بعينها دون سواصا. الأصر الذي يعني أنه حتى لوكانت أسـواق البورصة على درجة كافية من عدم الكفساءة لكي تقوّم الشركة التي تقبأ طوعاً إلى احتساب خيارات أسهبها في ميزانيتها بأقل مصا تقيّم شركة أضوى مماطة تماماً ما خلا أنها لا تحتسب خيـارات أسهبها ولا تطهيرها الإنزام وتطبيق من المراحدة في ميزانيتها بأقل مصاحة في ميزانيتها بأقل المواحدة في ميزانيتها بأل تضمها ولا تطهيرها الإنزام وتطبيق ميزانيتها المراحدة في ميزانيتها بالمن على المساب إذا كان احتساب المقيارات التقليمية أمراً أسهبها وأخذر كان احتساب المقيارات التقليمية أمراً المتعادمة والاستفادة منها الاعتفادة منها الاعتفادة منها الاعتفادة منها الاعتفادة منها الاستفادة منها الاعتفادة منها الدخيارات (المترف بها حديثاً) الأدبارات فقط في الحالات التي تتجاوز فيها كفلة علك الدخيارات (المترف بها حديثاً) الأرباح التي يدرها وظهية على حطة الأسهم

ولة جميع الأحدوال، ضإن النقطة الأساسية التي نود التركيــز عليها هضا نتمثل لخ أن الحملــة التي يشفها المديرون على إدخال خيــارات الأسهم لخ حسابات الشركات إنما تخدم مصناحههم الخاصة بإذ الحفاظ، على ترتيب أن التمويض القطارة بوضوح لصالحهم. وعلى وجه التحديد بمكانا ذكر أمرين أساسين بدهمان الدبرين الذين يسمون لتوقيع عقود عمل جديدة إلى رفض إدخال خيارات الأسهم التي سيحصلون عليها بإذ حسابات شركاتهم.

الأصر الأول يتمثل إلى أن احتساب الخيارات سيدخل شدراً أكبر من الشفافية إلى نظام الأحر المرتبط بغيارات الأسهم ويجعل كافتها جلية وواضحة لشريحة أوسع من المراقبين الخارجيين، وعلى اعتبار أن بعض السنتمويين، كما يدعي الديرون أنضهم، بميرون الماسات أكبر البنود المرجة على احتماساً أكبر البنود الوردة إليان الخالي من الاحتمام الذي يعيرونه البنود المدرجة على عامل البنان فالي من الاحتمام الذي يعيرونه البنود المدرجة على عامل المناسبة والمناسبة الخيارات وادخالها إلى البزائية المناسبة بالشيرين، ولا كانت النظارات المنوحة الشريحية الشها من الديرين تشكل جزءاً أساسهاً من مجموع خيارات المنوحة الشوطة بين عموماً أن غيارا احتساب الخيارات من شأنته أن يبرز كلفة الأسهم المناسبة بشكل هفاعاً على مصممي الخيارات المنوبة للمديرين ويعربها أمام حملة الأسهم، ما قد يشكل هفعاً على مصممي خطف التدويشات بالتجاد ففض حجم الخيارات الأكثر كلفة الذي لا ينتج عنها زيادة حقيقية المقدر ما الملهمين.

لقد أثبتت دواسة قامت بها باتريشا ديتشوف و أمي هاتسون و ريتشار د ساون أن معارضة المدريس لإدخبال خيارات الأسهم بلا حسابات الشركات إنما تقييم بلا جزء كبير مقها من اعتبارات تمويهها من محضة ¹¹. فقد وجدت ناك الدواسة درجة واضحة من الترابط بين معارضة أي شركة لمسمى هيئة معايير الحسابات المالية نحو إدخال الخيارات بلا الحسابات المالية نحو إدخال الخيارات بلا الحسابات الديرون بلا نقل الشيرات بلا الحسابات الديرون بلا نقل الشركة وكذلك نسية تمويضات الديرون الدفوعة على شكل خيارات من الديرون بلا نقل المكارفة على أن إدخال خيارات من خيارات الأسهم بلا حسابات الشركات بزيد قعلها من كله خلق رؤوس الأموال البعديدة. خيارات الأسهم بلا تحال خيارات الأسهم بلا تحال خيارات الاستهداد المكان بهدف المكارفة المكان بهدف المكان بهدف المكارفة المكان بهدف المكارفة المكان بالمحبدة المكارفة المكان المحبدة المكانبة المكان المحبدة المكانبة ال

أسا الأمر الثاني الذي يدفع الديرين إلى وضفي إدخال خيارات الأسهم المنوحة لهم في حسابات شركاتهم فيتمثل في أن احتساب خيارات الأسهم التقيدية من شأنه أن يحرمهم سن أحد أصم مسوعاتهم لوفض أي نوع من التحول بالنجاء خيسارات الأسهم منقوصة ثمار المسابدة أن لا وهو ما يسوقونه دائماً من أن مثل ذلك التحول سيفضن من أرقام الإبرادات المائمة الشركة. لكن إذا ما جرى احتساب جميع أشكال خيارات الأسهم . فإن ما يفتع عن احتساب الخيارات منقوصة ثمار المسابقة يفتع أيضاً عن احتساب الخيارات القلهدية . وكنتهجة لذلك فإن ذريعة الاعتبارات المعاسبة التي تساق صد اعتماد خيارات الأسهم منقوصة قسار المسابقة ستلاشي تماماً حيثة ، ما من شأنة أن يصري وعلى نحو محرج للمديرين حقيشة أن انحيازهم إلى شكل الخيارات التقليدي إنما يتمالق من مصالح شخصية صرفة .

واو كانت تعنظات الديرين على مبدأ الاحتساب والعملات التي يشنونها ضده مدفوعة فسلاً من حرصهم على مصلعة حملة الأسهم، اضغط وا أيضاً ضد احتساب الخيارات المنهرسة والخيارات الشروطة بجـودة أداء المديرين، ولما ركزوا على الخيارات المتوطة بجـودة أداء المديرين، ولما ركزوا على الخيارات التقليدية في سط. فيس شدة مسوغ سالي منطقي يدمو إلى احتساب الخيارات المرتبطة بالأداء دون أن يدعو في الوقت عيشه إلى احتساب الخيارات التقليدية: بل إن الخيارات منقوصة ثمار المصادفة تقل كافل حملة الأسهم بكلفة أقل من الخيارات التقليدية، فإن احتمال عدم استخدام الخيارات التقليدية، ومع ذلك استخدام اللك الخيارات أكبر من احتمال عدم استخدام الخيارات التقليدية لا يهدون أي اندفاع نصو معاملة الخيارات منقوصة ثمار المصادفة بطريقة مثابهة. إن سمي الديرين إلى الحفاظ على الأفضاية الخيارات منقوصة ثمار المصادفة بطريقة مثابهة. إن سمي الديرين بسب بلا مصلحتهم الشخصية، ولا شك أن المساولة بن جميع أنواع الخيارات فيما يتعلق بالاعتبارات المسامنة من أن المساولة ين ديميع أنواع الخيارات فيما يتعلق المنازات الخيارات الشخصية المديرين.

<u>238</u> ابي يون أواه ____

هل الخيارات التقليدية فأعلة بالرغم من كل شيء؟

يرى خبراه الاقتصاد المالي عادة أن أثر كشف كفة الخيارات على سعر السهم بها السهق لا يرتبط بكهفية تقديم تلك الطومة بها البيانات المالية المتاحة المعوم، ما يعني بعيارة أخرى أنه مـن غير الهم إن كانت كفة تلك الخيارات مُدونة بها هامش البيان المالي أم بها صليه. قذلك ققــد بعث أولتك الخيراء عن حجج وذرائع غير علك المرتزة على الاعتبارات المسابية من أجل تسويغ اعتماد الخيارات التقليدية التي لا تفلتر تمار المسادنة. لكن وكما منزى لاحقاً. هـإن أياً من تلك المسوغات والذرائع والحجج لن يقجع به إعطاء تقسير مقتع لقباب خيارات الأسهم منقوصة ثمار المسادفة من خطط تعويضات الديرين على نحو شيه تام.

ترنكر الدريعة الأولى على ارتشاع تكاليف وضع خطط التمويضات. حيث بدعي بعض خبراء الاقتصاد أن تصميم و ادارة خطط التمويضات التي تستيدة أشار نفيرات السول خبراء الاقتصادي على اسمار الأسهم والافيارات أمر باعظ الانكابية ألا أن تصميم السمار الأسهم والافيارات أمر باعظ الانكابية ألا أن يتم إدارتها التكاليف الضوورية الادارة علك الخططة لا تذكر بالقارنة مع حجم الأموال التي تتم إدارتها عبرضا، هناك براية عليف واسع ومتعدد من المؤشرات التملشة بالسوق كال أو بالقطاعات الاقتصادية التمددة. نشر بها مجعلة وول ستريت جورتال يومياً وهي مناحة إلكترونها وعلى نحو مباشر على مواقع كثيرة في شبكة الإنترنت. إضافة إلى ذلك فإن قوائين الأوراق المالية بلات تقوم أداءها الاقتصادي في السوق فياساً إلى بعد ذاتها تطالب شركات الأخرى الناضامة وبأن تنشر ذلك المقومة في الماقارة مع بالمقارنة مع بالمقومات اللازمة لفهرسة النهارات مناحة وميسرة ولا يتطلب إدخالها إلى خطط الغيارات مناحة وميسرة ولا يتطلب إدخالها إلى خطط الغيارات مناحة وميسرة ولا يتطلب إدخالها الراحة لفهرسة النهارات مناحة وميسرة ولا يتطلب إدخالها الإنتصادي النهارات المناحة الإنتراث مناحة وميسرة ولا يتطلب إدخالها الإنهارات الكفت الإضافية.

التدريمة الثانية تدعي وجوب شادي التأثير بية قرارات الديرين حول الدخول بية شطاعات اقتصادية جديدة وعدم حرف أو تشويه كاك القرارات، يرى بعض خبراء الاقتصاد أن مكافأة الديرين على ارتفاع أسمار أسهم شركاتهم التانج عن تطورات عامة بية التمالع الاقتصادي الدي تنتبس إليه شركاتهم إنما يدهمهم بية الاتجاء الطلبوب الذي يصب بية مصلحة حملة الأسهب، طالقطاع الذي تقتمي إليه أي شركة. كما تقبوق هذه الدريمة. ليس من توابتها: بل إن القسرارات التي يتخذها الديوق. لذلك فإن القسرارات التي يتخذها الديوق. لذلك فإن الاستجابة التي لتروي حال الاستقرارات التي يتمل فها أي شركة يمكن أن يتمثل يلا التحول إلى حقول عمل أخرى أحسن حالاً ²⁰⁰. وإن تحقيز الديويين للسهر بلا هذا الطريق لا التحول إلى حقول عمل أخرى أحسن حالاً أقل أداء القطاع الذي تقيمي إليه. بل على حسن أداء القطاع الذي تقيم قياساً إلى أداء القطاع الذي تقيمي إليه. بل على حسن أداء القطاع كلن أيضاً. إضافة إلى ذلك. تقابع طلك الذريعة، فإن خيارات الأسهم المنهوسية وفق مؤشرات القطاع الذي تقتمي إليه الشركة لا قضل فقط يلا تحفيز مديريها لدخول فقطاعات أخرى مربحة جداً؛ بل إنها تقدم لهم حافزاً غربيهاً ومستهجناً للبقاء بلا فطاع بتراجع عموماً لجرد أن يكون أداء شركتهم النسبي بلا ذلك القطاع أفضل من أدائها الاسبى التوقع بلا قطاع أخر أكثر ربعاً من القطاع الراهن أ².

لكن، حتى لو أفررنا بصحة وسلامة تقديم الحوافز للمديرين لعضهم إلى اتفاذ القرار السحيد فيصا يفتص بتوجيه الشركة نعو القطاع الاقتصادي الأكثر ربصاً. وذلك أشاء مكافأتهم على حسن أداء القطاع الذي نتمي إلهه. فإنه ما من مسوغ ككافأتهم على حسن أداء القطاع الذي نتمير إلهه. فإنه ما من مسوغ ككافأتهم على حسن أداء السحول بكامله. من هنا فإنه يعقدور الشركات التي تو غيب الانتهاء أو مديرها للتوجه إلى قطاعات أكثر درساً أن تعمد إلى استيماد أثر نغيرات السوق ككل على خيارات أسهمها والإبساء على أثر تغيرات القطاع، وذلك عن طريق فهرسة خياراتها وفق مؤشرات تعبر عن أداء السوق عموماً دون النظاع، وذلك عن طريق فهرسة خياراتها وفق مؤشرات تعبر عن أداء السوق عدوماً دون النظاء إلى أداء القطاع الذي تقتمي إلهه. باختصار، إن الاعتبارات التعلقات بنغيير تموضع الشركة بأناء المواقعة في خطط تمويضات للديرين.

ترتكرا الدريمة الثالثة على فكرة التغفيف من حيدة الفافسة ضمن المثل الاقتصادي المذي تعمل فيمه الشركة، تحاول هذه الدريمة اللجوء إلى اعتسارات الستر انيجية حول فكرة الفافسية من أجل تقسير النياب شبه الكامل لخيارات الأسهم متقوصة شار المسادفة من خطط تدويضات الديرين. إن الخيارات التقليدية، وأثباء مكافأة المديرين على تمسن أداء سهم الشركة المتعلق بأداء الحقل الاقتصادي الذي تعبل ضمنة الشركة، قربط على نحو غير مباشر بين تدويضات الديرين في شركة ما وأداء متافسيها من الشركات الأخرى في الحقل

الافتصادي عينه، ويذهب بعض خيراء الافتصاد إلى القول إن هذا الربط غير الباشر بين أجس مديري الشركات وأداء متافسيها من الشركات الأخرى إنما يصسب بلا منالح حملة الأسهام، وذلك أثناء تتغفيث حدة النافسة، منا يسمح يدوره لجميح الشركات بلا الحقل الافتصادي الواحد يتحقيق المزيد من الأرباع 22.

لكن واقع الأمر لا يشهر إلى أن جميع الشركات تعمل بلا أسواق يصبح فيها هذا التوع من التواطؤ الضعفية بل إن ما تجده على أرض الواقع من مؤشرات واضعة فهما يتعاق بالاعتماد الصديح لفطط الموافز السنوية على ما يسمى بتقويم الأداء النسبية (ولو لم يكن بالقدم الاكتفاء التسبية (ولو لم يكن بالقدم الاكتفاء النسبية بالمراح عدد تقويم الأداء النسبية يجري تتحييل القارنات التي تتبياوز يجري تتحييل القارنات التي تتبياوز المشارك القارنات التشهيد عنها المقارك الاكتفاء التنسبية المتوافقة التحقيل المتحدد تقويم الأداء النسبية المتحدل التوافقة التحقيل المتحدد التي تتبياوز المتحدل القارنات التحقيل المتحدد التي تتبياوز إلا المتحدد التي تعمل صعبة أمراً مرغوباً فهم إلا أنها لا يمكن أن تتموع القياب المتحدد الكهيد للشركات بها إبعاد أثار تقلبات السوق الواسعة على خطط تعويضات الميرين. من تعمير هذا المتحدد بها الكامل بها إبعاد أثار القيمادة على خطط تعويضات الميرين.

تشدد الادرجة الرابعة على معاولة التي الديرين عن المجازفة في الورن تغييرات سريمة ومطالغة انتظور السوق على أسعار أسهم شركاتهم. لقد قدم ساول ليفعور ذريعة «التغييرات المفاقفة المجازفة» لتسويغ لجوء الشركات إلى الخيارات التقليدية، ويعسب هذه الادريمة، فإن الخيارات المقهرسة من شأفها أن تشجع الديرين على الابتعاد بأسعار أسهم شركاتهم عن مسار أسهم السوق عموماً، وذلك بهدف جمل خيارات الأسهم التي يستكونها وابعدة ³⁴. وهذا ما قدد يجعل الديرين يضهمون فرص تشهد أفضل الشروعات والاستراتيجيات التي تصسب بلا صالح الشركة ويتجرون وراء مشروعات واستراتيجيات أخرى تحمل في طياتها مضاطع وتغيرات كبيرة ديلا أسعار أسهم شركاتهم نسجة إلى أسعار أسهم السوق سجياً خلف حسى لوصح أن الفهوسة نعفع الديريس بالقمل إلى المزيد من المبازعة. إلا أنه لا يوجد أي مؤسس وامسح على الغفاز الدوارات أي مؤسس وامسح على النفاذ الله الاستعداد للمجازعة يستعد غدرتهم على النفاذ الله الرات السلسة. ولا المديرين الذين يهايون المجازفة قد السلسة. ولا نياز بين النبي المجازفة قد لا يجازضون بالقدر المدي تستدعه مصلحة حملية الأسهم. وهنا يأسي دور ملكهة خيارات الأسهم التي تنافى المبرين على قراراتهم الشجاعة والمسلسة لكن الخلل المنظل المنابع المديرين عنى قراراتهم الشجاعة والمحارفة السلسة. لكن ما من سبب متنبع بدهنيا المحالة الأرادات التي تنطلب الشجاعة والمجازفة السلسة. لكن ما من سبب الشرارات المنابعة المحارات المنهرسة ستدفيع الديرين في المحصلية إلى اتخاذ الشرارات المنابعة بين المحالة إلى اتخاذ المدرات المنابعة بين المحالة إلى سبب على الإملاق يتنابعة بالتياس مع الخيارات التقليدية من حجم كهير لشار المحادفة التي يحصدها الديرون، وأضيراً، همتى لو كان الأثر الذي تحدث عنه لهغورا المحادفة التي بحصدة الأمهم وكهيراً إلى المد الذي يسوغ وضي بعض الشركات الخيارات المنهرسة من غير المرجع أن يكون الأمر كذلك بالنسية لجمع الشركات عموماً.

تقوم الذريعة الخامسة على أهمية العمل على الاحتفاظ بالديرين العامين في مدد النمو السريح في سوق الأسهم. لقد تقدم تشارلز مهدابرغ و فلين هابارد بنظرية جديدة السويغ احتساد انخيارات التقليدية تشول إن تلك الخيارات لوفر وسيلة مريعة وفاعلة للاحتفاظ بالديرين الوهوبين في أوقات النمو السريع للسوق²⁵. لقد وجد الباحثان في دراستهما ترابطأ بين حجسم تمويضات الديرين العامين وحجسم الأرباح المستقة، وبرأي الباحثين، فإن هذا الترابط إنما ينتج عن عدم مرونة سوق المعلى في توضير الاخير لت وتزويد الشركات باشخاص فادرين على إدارة الشركات العامية. وكلما ازداد السوق نموة. مكذا يرى الهاحثان، ارتفع المللب على الديرين، وارتقع معه حجم تعويضات المديرين العامين من أجل الاحتفاظ بهم وعدم التغريط بخبراتهم، ولما كانت أرباح الخيارات التطهدية تركز أساساً على الانقاعات أسسار الأسهم الدوعة بتغيرات السوق، فإنها تمتلك ألية داخلية ارضع الأجر تلقائهاً م ارتفاع أسعار أسهم السوق. <u>242</u> أبي يون أواه ____

حشى لو كان من المطلوب اعتماد آلهة نقائية لرفع أجر المديرين مع ارتفاع أسمار أسهم العسوق بلا أوقات نموه السريع وذلك من أجـل الاحتفاظ بالديرين المبزين وعدم التغريط، بخبر اتهم، فإن الخيارات التقليدية لا تقي بالغرض، صحيح أن الخيار أت التقليدية تزيد من أربـاح الديرين بلا أوقات النمو السريع للسوق. خير أن الجزء الأكبر من ظك الأرباح -وهي الأربـاح التي تدرُّسا عليهم خياراتهم المستعقة سابقاً - لا تأشير له يلا تعفيز المديرين على البقاء بلا الشركات التي يسخون فيها راهفاً- إذ إنهم بتركهم شركاتهم لا يخسرون حقهم بلا التصوف حقهم بلا

لقاً خذ على سبيل المثال شركة توقع عقداً مع مديرها العام تعنصه بعوجبه خيارات تستحق ندريجهاً على مدى ثلاث سنوات. وانفترض أن الاشركة تتوقع حدوث ارتقاع ملعوظ في أسعار الأسهب بها العسوق بعد سنتين من توقيع العقد. ما سيشكل حافدزاً للعدير العام للذهاب إلى شركة تعضع له أجراً أكبر . ولذلك ضيان الشركة ترغب لا تطبيق خطة تقدم للعدير حافزاً أفوى لكي بيش بها الشركة. وبما ترى الشركة أنها عندما تقدم للعدير خيارات تقليدية ترتفع قيمتها بند وأسعار الأسهم في السوق، فإنها تقدم له الحافز الكلمة للبقاء في الشركة. لكن مع بداية العام الثالث. حيث سيكون السوق قد شهد نمواً ملحوظاً . وحيث من التوقع أن يفكر المدير بالنماب إلى شركة أخرى بكون هذا الذير فد ضمن حقه بثلثي الخيارات المقدمة السوق. فإن هذا النمو لن يكون له أي تأثير على قرار الدير بالبقاء في الشركة أم بتركها. السوق. فإن هذا النمو لن يكون له أي تأثير على قرار الدير بالبقاء في الشركة أم بتركها.

إن او تصاع فهضة الحيارات التي لم تستعق بعد يلانهاية السنة الثانية قد يشكل حافزاً للعديد لكني بيقى سفة أخرى على أبعد تقدير ، حتى تستحق قلك الخيارات أيضاً. لكن من الثير للانتياء أن سي إدوارد بلا و تشاولز هادلوك قد وجدا أنه بلا طل ممارسات التعريضات الراهفة. ليسى هناك صن علاقة تربط بين حجم ما قد يخسره الدير بذهابه إلى شركة أخرى واحتمال ذهابه فعلاً إلى قلك الشركة أ²²، أما سبب ذلك فيمود برأيهما إلى أن صاحب العمل الجديد عاد ما بيدي دغيته بلا تعويض أي خسارة تنتج عن ترك الدير بلكان عطه السابق. واضافة إلى ذلك فقد وجد بلا و هادلوك أن رغية صاحب العمل الجديد بلا توقع مكان عمله القديم. إذاً فعلى الغيارات غير المستعلة التي يمتلكها الديرون لا تحفزهم للة الفائب على البقاء للا أماكن عملهم.

وإذا منا افترضنا أنه من البيد أن تكنون مناك أنها داخلية من ضمن خطة الترويضات تضمن ارتفاع أرباح الديرين به أوفات النمو السريع السوق. فإن امتباد الخيارات متقوسة تسار المسادفة لتلك الغابة من شأله أن يقدم حوافز أقوى مما تقدمه الخيارات التظهيمة. مسجيح أن الخيبارات التظهيمة تضمن للعديريين تعويضات أكبر بها أوضات النمو السريع خلسق من تلك التي يها مجمله على شكل فهمة منفصفة ثماماً عن الأداء. إذا فالمنهارات حجم التحويضات يأتي بها مجمله على شكل فهمة منفصفة ثماماً عن الأداء. إذا فالمنهارات تقديم حزمة من الخيبارات منفوصة ثمار المسادفة على دفعات متسددة نفطي كامل مدة عشد المديس من شأنه أن يشكل أنها داخلية أكثر فاعلية لتقديم الحوافز للعدير كي يبيشي بها منصب، ومع نمو السوق يحصل الدير على المؤيد من الخيبارات منفوصة ثمار المسادفة الشي لمن تستحق إلا بعد مدة من الزمن، الأمر الذي سيدعو الدير تلبقاء بلا مكان عمله إذا

تعتبد الدريمة السادسة على هكرة خفض تكاليف الدويض خسائر الديرين، يدعي بعض خبراء الاقتصاد أن الخيارات التي تخسر القهرسة النظامية العادية (أي الخيارات التي يتمم نصب المستجيم عبر استخدامها فياساً إلى مؤشر أسمار الأسهمية القطاع أو السوق) من شأنها أن تمثل مجازضة إضافية كبير جداً، لقد خلص كيلن مورية بها تقريم له إلى أن احتمال ألا يستفيدوا مفها كبير جداً، لقد خلص كيلن مورية بها تقريم له إلى أن احتمال أن يسود أي سهم على صاحبه بربح فالض يزيد عن ربع مؤشر السوق لا يتجاوز 60 باللله. لها حين إن عشاك احتمالاً يتصدى 80 بالله أن يتجاوز سعر السهم الواحد بها السوق. بها نهايشه مدة صلاحية خيارات الأسهم التقليمية أكبر موضوح من احتمال ربح الخيارات المنهرسة أكبر بوضوح من احتمال ربح الخيارات المنهرسة 87 أن المديرين الذين بهابون المنازلة سيط المواحد عليها المواحد المهارات النهرسة أكبر بوضوح من احتمال المجازلة سيط المديرين الذين بهابون

_ ام يودوا _____

اقلهمة التي يمكن أن يقبلوا بها من الخيارات التقليدية البديلة. وما يصح بالنسبة للحيارات الفهرسة نظامياً يصبح أيضاً بالتسبة للخيارات الشروطة بتحقيق أعداف محددة.

غير أن تدني احتمال الربح لا يشكل نتيجة حنية لاعتماد خيارات الأسهم منفوصة ثمار المساطعة. فيسميح أن فهرسة الخيارات بناء ملى مؤشر السوق أو القطاع الاقتصادي من شأنه أن يقلل من احتمالات وبعها، لكن فهرسة الخيارات نظامياً - كساسيق أن ذكرنا- اليست الإمكانية الوحيدة للنهرسة. فيوسع المرء أن يختار شكلاً معتدلاً من أشكال النهرسة يضمن للمديد الربح في خياراته حتى فو لم يكن أداء شركته أفضل من مترسط أداء نظيراتها، وبها الواقع بوسع المرء أن يصمم خطة خيارات مفهرسة تضمن احتمال الربع ذاته الذي التناوية.

لفقر من على سبيل المثال أن احتمال ربع الفهارات التقليدية التي مدتها عشر سنوات بيلنغ 80 باللغة، وأن المالوب تصميم خيارات مفيرسة لدير عام شركة (أ) بناء على مؤشر الفطاح الاقتصادي الذي تتنبي إليه شركة (أ) يتألف من عشر شهر كات أخرى، فإنه أن القطاع الاقتصادي الذي تتنبي إليه شركة (أ) يتألف من عشر شهر كات أخرى، فإنه من المكن الأن ربط استخدام الغهارات المدنوحة لدير عمام شركة (أ) بتحقيق نثائج أنصل لمن نثائج ثاني أسوأ شركة في الانطباع عندند ستكون خيارات مدير عام شركة (أ) مربحة في حمال كانت شركته من بين أفضل ثماني شركات في قطاعها الاقتصادي الذي ينسم عشر شركات. (وبالطبع سيكون ربع الغهارات أقبر كلما تحسن ترتب الشركة (أ) ضمن الفطاع)، لهذا النوع من أنواح الغيارات المهرسة احتمال الربح ذاته الذي تتنبع به الغهارات التقليدية، لكنه يقدم حوافز أقوى من الموافز التي تقدمها الغيارات التقيدية، ونه يضيفها إلى وذلك أثناء تعزير ربط التدويضات القدمة قدير عام الشركة بالقيمة التي يضيفها إلى فيمتها الأسفية التي تأتي نتيجة فيهوده الغاصة.

إضافية إلى ذلك. حتى لو اعتبرت الخيارات المفهوسية نظامياً الشكل الوحيد المتاح بين أشبكال الخيبارات متقوصة ثمبار المصادفة. فإن مهابية المهازفة لبدى الديورين بمفردها لا يمكن أن تقسير التياب شبه الثام قتلك الخيارات من خطط التموينسيات التي تعتمدها النسركات الماسة، بالطبح قد يطلب المدير السام، إذا ما عرضت عليه خيبارات مفهرسة عوضاً عن الخيارات التقليدية، زيبادة في القيمة المتوقعة الثالى الخيارات من أجبل تدويض خطار الخسارة في تلك الخيبارات، وليس من الستيماء أن يرضى السهدون بنسوية كهذه في بعضى الشركات على الأقل، لكن من المستيما جداً أن يكون الديبوون الدامون في جميع الشركات العامة تقريباً بهابون الجازهة إلى ذلك الحد الذي يطاليون منه بسوية عائية جداً من التدويضات تتجاوز أرباح حملة الأسهم النائجة من اعتباد خطط الخيارات المفهرسة لا يمكنها على الإطلاق تقديم تقسير مفطقي لهذه الفدرة فية اعتباد تلك الخيارات المفهرسة لا تعويضات الديرين.

تركز الدورمية السابعة على أن للمديرين مصلحة بالاستنسار بلاسلة والطيف من الأسم المتوعة في السيون على أي ارتشاع الأسم المتوعة في السيون على أي ارتشاع به سعر سهم شركتهم، أكان ذلك لأسباب تتمثل بالشركة مينها أم لأسباب تتمثل بالقطاع أو السيون التي كانت الشكلة التي ركزنا ملهما تقاشنا فيما تتمم أن تعييشات المديرين الموقع أي علاقة بأد الهم القطاع، ومما حير خبراه المرتبطية بأدائهم القطاع، ومما حير خبراه الاقتصاد أيضاً في عمالة الاعتماد الواسع للطيارات التقليدية بلا خطط تعييشات المديرين أن الاعتماد الواسع للطيارات التقليدية بلا خطط تعييشات المديرين أن الديرين بلاداء القطاع أو السوق من شأنته أن يعرضهم لمفاطر السوق، أن ربط تعريضات من أن المديرين بهامون المجازفة، ومن أنهم لهذا السبب يتوبون التعريضات المعوضة بالمغاطر بأقل مما يقومون سواهما من التعريضات، فإنه من الأوفر على الشركات حتى الأقبل على الشركات المناس في المخال من الضرائب أن تمنح مديريها خيارات مفهرسة ومبالغ تقدية ضارا فيهما للتعاديدة في السوق موضاً عن منحهم علك النيارات.

غير أن بعض خيراء الاقتصاد يرى أن الديرين قدير غير ويون بلا الواقع بالاستثمار به سنة واسعة الطيف من الأسهم المتوهة به السوق، وأنهم إذا ما منحوا مبالغ نقدية، فسيستثمر ونها في المنحوا مبالأستفار فإن منع الديرين خيارات تقليدية لا يدعو فسيستثمر ونها به أكثر من منحهم خيارات مفهرسة بالإنسافة إلى مبالخ تقدية كبيرة. وبالفعل عندما نقطاتي من أن الديرين به الفاسل سيستثمرون أموافهم بهاساة واسعة الطيف من الأسهام المتمهم التعويضات على نحو خيارات تقليدية ترتبط بطيعتها بتقليات السوق كل.

أم يوذوا _____

ليس لدينا مشكلة مع هذا التعليل. فينح الغيارات التقليدية لا يشكل بالنسبة البنا لقرآ أحرر مصا يشكله منحهم حزمة من الغيارات الفهرسة ومبلقاً نقدياً كبيراً جداً. غير أن النسب الكبيراً جداً. غير أن النسب الكبيراً بداً. غير أن النسب الكبيراً بداراً تعويضات الديرين على مدى العقد القصرم قد جرى تسويفه بإذ كثير من الحرافة للمديرين لكي يعسنوا أدامهم. الأحيان على أساس أنه ضروري من أجل تقديم الموافق للمديرين لكي يعسنوا أدامهم. وقد نجح هذا النسويخ بة جمل المستقرين يتبلون بهذا النمو الكبيرية حجم تمويضات الديرين. وما كانت على شمكل مبالغ نقدية . إن ما فريد أن نؤكد عليه منا هو بيساطة أن الجزء الأكبر عن فهمة الخيارات التقيدية القدمة للمديرين -التي كان ينظر البها على نطاق واسم يوسفها أجراً مرتبطاً بالأداء - هو يا الواقع أجر منفصل ثماماً عن الأداء.

أما الادريمة الثاملة فتتوم على فرمنية توفير الضرائب. يرى ديليد شايزر أن النهارات التقويمة على الأختارات المتهارات التقويمة المتازر أن النهارات التقويمة المتازر بأن الشركات منت 1994 في يعد بإمكانها الاستفادة من القصيم الاضربيي على شايدر بأن الشركات منت الافتاران الإستفادة من القصيم الاضربيي على المويضات الديرين التي تتبارز بلا فينها عنية اللهون؟ ما لم تكن مرتبطة بالأداء أ²³. وعلى مرتبطة بالأداء أ²³. اكن الانهارات الأسهم ، سواء أكانت تقليمية أم مفهرسة. بامتبارها تدييضات الديرين الأداء أ²³. اكن الانهارات التقليدية لا تقلر تأثير تقلبات أسمار الأسهم. لا بلا المقل الذي تمارات المتبارة الديرين أمان عاملة لها بأدائهم القطري إذاً وبعسب نظرية شايزر، فإن النهارات التقليدية قد تكون مفهدة بالنسبة للشركات التي تربيد تحقيق مدفين الدين بلا الوقيسة في مردربط بأدائهم الخسم الضربي مع أنه غير مرتبط بأدائهم الغطى، وإذا منه غير مرتبط بأدائهم الغطى، وإذا منه ذلك الأجر على شكل متوق لشراء الأسهم بية السوق.

إن العلوج الذي يقدمه شايزر يقر بأن جزءاً أساسياً من التعويضات المعتوجة على شكل خيارات تقليدية لا يرتبط باداء الديرين، وما يود التركيز عليه يتمثل بيساطة يق أنه إذا كان المللوب تقديم أجر المديرين غير مرتبط بأدائهم، وإن اعتماد الخيارات التقليدية بضمن للشير كات على الأقبل أن تستفيد من فرصة تعليق الخصم الضريبس على نقك الخيارات. كُنْتُ لا يَقَـَدُم فِي سِبِ مقنَّع يسوخ مُسْح الديرين طك البالغ طائلة مـن التعويضات التي لا نقدم لهم في حوافز لتحسين أدائهم.

فضالاً عن ذلك، وكسا لاحظ شابار رضإن الشركات قد تعادت إلى حد بعيد اعتماد الخيارات المقادة عند تعادت إلى حد بعيد اعتماد الخيارات التقليديية وسيلة لدفع التدويشات المفاة من الضرائب للمديرين دون ربطها بأدائهم الفعلي - أي قبل عام 1994 حين لم يكن هناك أي سقف التدويشات التي يمكن إدراجها ضمن نطاق الخسم الضريبي، ومن ناحية أخرى فيان هناك عدداً كبيراً من الشركات التي لا تنفع ضريبة على دخلها، ومن اليديهي ألا تعليما الخصم الخصم الضريبي على تدويشات مديريها. من هذا يمكنها القول إن ذريعة شابرا الفائمة على نظرية الخصم الضريبي على تدويشات مديريها. من هذا يمكنها القول إن ذريعة الشابر الفائمة على نظرية الخصم الضريبي لا يمكنها أن تنسر الاعتماد الحصمي تجميع الشركات تقريباً على الخهارات التقليدية بعد العام 1904.

إنه لأمر مدهش فعالاً أن نرى هذا القدر الكبير سن الطاقة النكرية يهدر من أبل اختراع الندرائع والسوغات للقول: إن غهاب خيبارات الأسهم منقوسة ثمار المسادقة إنما يهسب في مسلحية مسلحية الأسهم، وأنه لذلك يتشيق مع مبدأ التقاوض على مطال الذراع بهن المديرين ومجلس الإدارة، أما خيبراء الاقتصاد المالي الذيب لم تقفهم تلك الذرائع والسوغات فقد عدوا بهما طبقة الإنتشار الواسع للخيارات التقفيدية ويستحق المزيد من البحث سيوسلنا إلى تقدير مفتع يظهر فاعلية من البحث، إن الاعتقاد بأن الذيد من البحث سيوسلنا إلى تقدير مفتع يظهر فاعلية على مقال الذراع ويشاءة المغيرين ممن ارتووا من أسس ومبادئ هذا الطم، من العسب القبول باحتمال كون ترتيبات التدويشات المعول بها ليست بالمندروة نتيجية للمساومة على مطال الذراع وباأن تلك الترتيبات قد لا تصب فعالاً في مسالم حيفة الأسهم.



الزيد عن ثمار المسادفة في التعويضات القائمة على حقوق اللكية

(13

إِنْ خَطَّهَ [الخَيْرَاتِ العَالَمَة] تَمَثَّلُ أَجِراً بِدَقِعَ بَالنَّهَا لِقَاءَ مَجِرَهُ الْقَضَاءَ الزَمن وارز، يوفيت 199

نتابع بلا هذا الفصل مقافشتا لتلك السحة المثيرة للعجب التي تتعتم بهنا الخيارات النقام عن الاداء . سنستأنف نقاشقا بسرد ثلاث ممارسات ذات صلة بالتموضات القائصة على خيارات الأسهم وتتمم جمهمها بأسما غير مر دلات ممارسات ذات صلة بالتموضات القائصة على خيارات الأسهم وتتمم جمهمها المائصة بيقر مرة شباء الأسهم وحدد: (2) إعادة تسمير الخيارات وما يسمى ، إعادة تسمير الخيارات المائسة بعرية قد إعادة تسمير الخيارات المائسة بين من قد أعادة المحربة التي تمكن الديرين من اعتمال مؤرسة والشركة: و(3) تقديم ميزة ، إعادة الشحن، التي تمكن الديرين من اعتمام فرص الاعتزازات السريمة والشديدة بلا أسمار أسهم خياراتهم، الاعتماد المتزازات المربعة التي يعنيها المديرة بلا المائسة على خيارات الأسهم سيؤري بلا المحصلة إلى زيادة ثمار المصادفة التي يعنيها المديرون لا إلى إنقاسها،

الخيارات العالمة

لغز الشكل التوحد للخيارات العتمد في جميع الشركات تقريباً

مسن الفترض أن تصدم الخيارات المديريين حواهز مالية تمثهم ليسن فقط على بذل الجهد ولكن أيضاً على انتفاذ القرارات الناسية لصالب الشركة ¹، فالديرون على العموم أشخاص يهابون المجازفة والتفيير ، لذلك فإنهم قد يتردون بها اتخاذ القرارات التي تصب ____ أم يود أوار ____

ية مصلحة حملة الأسهم ولكنها معفوفة بقدر من الجاؤشة يتخطى القدر الذي يرتاحون لـه. وهذا يأتي دور الغيارات: إذ يُعتبد أنها تصل ية الابساء الماكس لهذا اليل السائد لـدى الديريسن أثناء تقديم الحواهز المالية لهم لحثهم على الغزيد من البسر أد والمجازفة يلا اتضاد القسراوات الحاسمة. أما مدى تحفيز الخيارات للمديريسن ودهمهم بالجاء انخاذ القرارات الجريئة فهضمد جزئهاً على سعر استخدام الخيارات. وهكذا فإن أسمار استخدام الخيارات البالغ ية ارتفاعها أو انخفاضها ندهم الديرين إلى البالغة يلا المجازفة أو البالغة يلا التحفظ. من هذا تتحدد كذاءة كلفة الخيارات على حملة الأسهم ومدى فاعليتها لتحقيق مصلحتهم بسعر الاستخدام المعدد لتك الخيارات.

من غير السنترب أن يكون سعر الاستقدام الأمثل للعيارات في حالة معينة مرتبطاً بعده كبير من العوامل أ، وقد أظهرت دراسات عدة منشورة فية أدبيات علم الاقتصاد المالي أنه من الستهدد جداً أن تثبت خطة خيارات واحدة كفاءتها في جبهم الحالات، تعتبد الحوافز التي تطلقها خطة خيارات معينة على عوامل متتوعة خاصة بصاحب الخيارات، مثل طبيعة سلة الأسهم التي يقضلها وطبيعة المهازفات التي يميل إليها أ. يلا الوقت ذاته هناك عوامل أخرى مرتبطة بالشركة، مثل هزمن النمو وأعياء الديون على سبيل المثال، تلعب أيضاً دورها في تعديد الحوافز العلاوب خلتها عن طريق الخيارات المتوحة أ. إلى جانب اختلاف هذه العواصل من شركة الأضرى فإنها في تعتقد أيضاً بالنسبة لشركة واحدة من وقت لأخر. لذلك ما من سبب تعلقي بجعلسا تتوجع أن سعر الاستخدام الأمثل والأكثر كفاءة لاستخدام الأمثل والأكثر كفاءة لاستخداء الأمرارة كل والدولات.

وبر غدم ذلك فقد أظهرت دراسة تحليلية لخيارات الأسهم المنوحة المديرين المامين به أسف شركة أمريكية كبرى مام 1992 أن أكثر من 95 بالثلة من ثلث الخيارات هي من نسوع الخيدارات العائمة (أي بسعد استفدام بساوي سعر السهرية السوق بتاريخ منح تلك الغيارات) ⁵. لقد عبر براين هول و كهلن مورية عن استفرابهما الشديد لاعتماد هذا الشكل شبه الوحد من خيارات الأسهم والذي بني سائماً حتى الأن. واسفين ذلك بأنه أمر معنها. ومع طهبور بعض الحواك بأنه أمر معنها. ومع طهبور بعض الحواك بأنه أمر معنها. ومع طهبور بعض الحواك بة السفوات القليلة الكافئية بالتباء نوع أخر من خيارات الأسهم بتجاء نوع أخر من خيارات الأسهم . بيقس حراكاً بطيئاً ومون مستوى التوقعات. في أوائل العام 2004 أثارت شركة أي مي إم على سبيل الثال الكثير من الانتباء بإعلانها أنها سنياشر منح كيار مديريها خيارات يتجاوز سمو استخدامها سمر السهم في السوق بتاريخ منحها بعقدار 10 بالثلث⁷. لكن الشركات التي تمتمد هذا النوع من خيارات السمر الرتقم لا يتجاوز عددها عدد أصابم اليد الواحدة⁸.

من المكن إرجاع الفياب شبه التام الخيارات السعر المنطقض (أي بسعر استخدام أقل من سعر المعقد (أي بسعر استخدام أقل من سعر السهم بلا السوق بتاريخ منحها) إلى القوائين الضريبية والمعاسبية. هالمادة (2016) من فائون الإبرادات الضريبية الداخلية الانتظار إلى هذا القوم من الخيارات بصنته نوعاً من التمويض المرتبط بالأداء، ولذلك فهي لا تدخل ضمن حيز الخصم الضريبي يلا حال تضمل مجموع التمويضات غير المرتبطة بالأداء التي يتقاضاها الدير مثبة الليون \$ سنوياً. بالإضافة إلى ذلك هيارات السعر المتخفض تدخل في حسابات الشركات بلا مقابل الإبرادات على عكس الخيارات المائمة وخيارات السعر المتحفض تدخل في حسابات الشركات بلا مقابل الإبرادات على عكس الخيارات المائمة وخيارات السعر المرتبع.

لكن، لا القوانين الضربيب ولا الثوانين الجاسية يمكنها أن تقسير غادا 5 بالمئة فتصل من الشركات تعتمد فادا 5 بالمئة فتصل من الشركات تعتمد نوع غيارات السحر المرتفع ⁹. وليس هناك من سبب مقتع بمعتنا انتظر إلى هذا النسوع من الخيارات على أنه غير هاعل في جميع الحيالات تقريباً. إذ إن هناك احتمالاً واقعياً في أن تتحول خيارات السعر المرتفع (انجاسوة) إلى خيارات بسعر منخفض (رابصة) إذا ما كان أداء الشركة جيداً بالقارنة مع نظيراتها. أما الخيارات المائية فين المرجع أن تتصول مع مرور الوقت وفي ظروف النمو المقرد لأسمار السوق إلى نوع خيارات السائية السوق السوق إلى نوع خيارات

وكسا لاحظ براين هول وأضرون فإن خيارات السعر المرتفع عدادة ما تؤدي إلى ارتباط أفوى بين الأجر والأداء من الارتباط الذي يتنع عن الخيارات التظهيد⁶⁰ . وهذالك مؤشر ات أفوى بين الأجر والأداء من الارتباط الذي يتنع عن الخيارات المائسة واقمية أسمح بالاعتقاد بأن متح الديرين خيارات يسمر مرتفع عوضاً عن الخيارات المائسة سهواي هموماً إلى زيدادة فيمة الشركة أنا . إذا أضن المستهد جداً أن تكون خيارات السعر المرتفع بينو معبراً جداً إذا سنا أخذنا بعن الاعتبار مهزاتها الواضعة فيما يتملق بربط الأجر بالأدارات.

<u>252</u> ام يودندا _____

إن سمر الاستخدام المتند من قبل جميع الشير كات عموماً يسدي بها الوقع تجانساً غريساً وعلى معورين اللبين: (1) فكل شركة تمتسد سعر الاستخدام ذاتيه لجميع خيارات الأسهيم القدمة للناملين فيهيا، بغض النظر عن موعد استعقاقها ومدة صلاحيتها: و(2) جميع الشركات تقريباً تمتمد الطريقة ذاتها بها تحديد سعر استخدام خياراتها، وذلك بجملته مساوياً لسعر السهم به السوق بتاريخ منح الخيارات. ويها حين دار نقاش واسم حول تجانس سعر الاستخدام على المعور الثاني، لم يتطرق أحد إلى ذلك التجانس الغريب على المعور الأول بها سعر استخدام الخيارات شمس الشركة الواحدة بغضى النظر عن موعد استحقاقها، باستقاء عدد قابل جداً من فلعلين.

لما كان متوسطة أسمار الأسهم في السوق يرفق مع مرور الزمن. فإن الفهارات المنوعة بالسمار الاراهن من التوقع أن تتصول في وقت لا هن إلى شهارات بسعر متخفض علهاً، وأن تعلق حوافز مشابهة لثاك التي تفلقها الفهارات التي مقحت بسعر متخفض أصلاً إضافة إلى ذلك فإن حقيقة نفوق سعر السهم في السوق على سعر استخدام الفهارات ستندو مع مسرور الزمن أقل دلالة على مدى كضاءة الديرين في تحقيق زيادة فعلها في أرأسال حملة الأسهام منذ أن منحوا تلك الفهارات، فالديرين الذين يعصلون على خهارات عائمة يأجل ينتهي بعد عشر سنوات سيحققون أرباحاً صافهة ما دامت أسمار الأسهم سترتفع اسهياً على سدى عشر السنوات. وكذبهة لذلك بوسع الديرين أن يعصدوا ربعاً معتقاً حتى لو كانت الأرباح الحقيقية للمسهمين ضحلة جداً وحتى لو انقليت تلك الأرباح فعلهاً بلى خسائر.

لقد أعقنت شركة أبل على سبيل القال في تقرير قدمته في أذار/ مارس من المام 2001. إلى ميئة الأوراق والأسواق الثانية الأمريكية أنها مقعت مديرها العام ستيفن جويز في السنة القصوصة خيارات لشراء أسهمها بقيسة 20 مليون 2. ووفق تقديرات الشركة، فإن قهمة خيبارات السيد جويز سنياخ في نهاية أعلها 52 548.317.503 إذا ما ارتقع سعر سهم الشركة في السيوق بمعدل 5 بالمئة سنوياً (وهو معدل أقل من المدل الوسطى لارتفاع أسمار أسهم البورصية فيصا مضى وأقل من نسبة المواند المعلوحة على سنسات الشركة طويلة الأمد في ذلك الوقت 31. تعشل إحدى الطرائق الكثيرة المكتلة لغضض هذه الأرباح السهلة والشنفية في تعديد
سمر استخدام للغيارات برتفع مع مرور الزمن بنسبة معددة ومتقق عليها سلفاً. فالخيارات
المنوسة بسعر استخدام يساوي السعر الراهن للأسهسم يلا السوق التي تستحق بعد مضي
المنوسة بسعر استخدام بساوي السعر الراهن للأسهسم يلا السوق التي تستحق بعد مضي
الشركة حيثك التفادي مثل هذا «التأكل بهكن تصحيح سعر استخدام الخيارات بما يتقاسم
مع التضعف الحاصل بعرور الزمن، هناك طيف واسع من أسانيب تصحيح سعر استخدام
الشركة عند مندات الخزافة، وبالقمل فقد بدأت شركات عدد الاستخدام منوباً بنسبة
معمل الفائدة على سندات الخزافة، وبالقمل فقد بدأت شركات عدد في أسبر الها ونيوزيلندا
باعتماد خيارات برنفع سعر استخدامها مع تقدم الزمن⁶¹. أما يا الولايات التحدد هم تهر بي
بفصل بين
معالس الإدارة اعتماماً بذكر بجعل أسعار استخدام الخيارات تابعاً للزمن قاذي يغصل بين
تاريخ متع الخيارات وناديخ استخدامها.

لسفا الآن يلا صدد تحديد الأسلوب الأمل لتحديد سعر استخدام الخيارات وتصبيهه. إن اقتضى الأمس أثناء مدة مبلاحية ثلك الغيارات. فالسمس الأمل لاستخدام الخيارات قدد بتضير من حالة لأخرى ومن وقت لأخر . وذلك تيماً لموامل عدة مقها المكافئ الزمني للمال وتسية التضخم على سبيل المثال ، إن الأمر الذي نهيدف إلى التأكيد عليه هنا هو أنه ما من سبب منعلتي مقام بجملنا نتوقع أن الثيمة للتلى لسعر استخدام الخيارات هي ذاتها بالنسبة لجميع الشركات وجمهم المديرين وبلا كل الأزمان وجميع تواريخ الاستخدام.

التفسير الرتكز إلى نفوذ وسلطة الديرين

لما كان من النطقي الاعتقاد بأن سعر الاستضدام الأمثل الذي يعظم القهمة يفتلف باخشالاف مدة الاستعشاق ويتغير من شركة لأخسرى، فإن التجانس المسالي السائد لسعر الاستضمام على مديس العورين (معور مدة الاستعشاق ومعور النسركات) يشكل للزأ كهيواً بالنسبة لأولئك القتامين بهيداً الساومة على مطال الذواع بين المديرين ومجالس الإدارة، غير أن مدا التجانس لا يشكل لنزأ على الإطلاق عندما تأخذ سلطة ونفوذ المديرين بصين الاعتبار، ضعرفنذ يمكننا القول إن مجالس الإدارة ثم تكن تبحث عن سعر الاستخدام الأمثل لتمظيم فيمة رأسمال حملة الأسهم. بل إنها كانت تبعث، على المكس من ذلك. عن سمر استخدام يمظهر ربع الديوين. في عن أخفض سمر استخدام ممكن في كل حالة من المالات وبما يتفق مع الضوابط الأخرى التي تتحكم في عملية تحديد ذلك السمر.

نقدم خيارات الأسهم العائمة العال الأمثل الذي يعر على الديرين أكبر قدر من الأرباح بأقدل قدر من السخساء من جانب حملة الأسهم. إذا انطاقتنا من عدد مصدد من خيارات الأسهم، فإن مصلحة الديرين فتتضي تحديد سعر الاستخدام أدنى ما يمكن. فأي خفض بالا سمدر استخدام الخيارات يعني وبعاً بالقدار ذاته بلا الوقت الذي تتحول فهه تلك الخيارات إلى شوح خيارات السعدر المتخفض أي عقدما تصبح خيارات وابعدة. من هنا فإن الديرين يقضلون ذلك النوع من الخيارات التي يتحدد سعر استخدامها متخفضاً قدر المستطاع لكن دون أن يسبب ذلك سخطاً لدى حملة الأسهم.

إن منبع الديرين خيبارات بسعر متخفض (أي بسعر استخدام أبنى من سعر السهم المسهد المني من سعر السهم عن المسهد في الوسية بتارات إلله المناتبة أبضاً ربعاً تكافئ الديرين على سوء أدائها هي التياب عدد في الرغم من أن الخيارات المائمة أبضاً ربعاً تكافئ الديرين على سوء أدائها هي فإن هذا المتأفف سيبرز أكثر في حال عتماد خيارات السعر المتفضف وعلاوة على ذلك فإن خيارات السعر المتفضف لا نصد من «التعييفات الربطة بالأداء». ولا تدخل اللها فإن خيارات السعر المتفضف لا نصد من «التعييفات الربطة بالأداء». ولا تدخل اللها أسمى عليه في المادة 162 (ه) المتفريين الداخلية ألى أمن الداخلية ألا الداخلية ألى المتفرية المتفركة عبدا الأسهم بصورة فاضحة، وأخيراً فإن خيارات السعر المتفضف من خيارات الماسيبة من أجل رضي اعتماد الخيارات المساسية من أجل رضي اعتماد الخيارات السعر المتفضض من أجل رضي أعدارات السعر المتفضض من أجل رضي أعداد ألم المداخلة.

نتهــم إذاً مـن الثقاش السابق غاذا لا يلهــاً مصمم خطط الدنيــارات إلى اعتماد نوع خيــارات السمــر التنفنشن في خططهم ـ غير أن شطب هذا التــوع من أنواع الخيارات يترك أسام المسمعين إمكانسات أخرى عديدة لتحديد سعر استخدام خيبارات الأسهم. إما يما يسا يسباوي سمر السهم بتاريخ منح الخيبارات وإما بأعلى منه بمقادير مضاغة. من بين تلك الإمكانسات بيتى سمر الاستخدام الساوي لسعر السهم بتاريخ منت الخيارات أدنى أسعار الاستخدام المناحة. ومن جهة أخرى ويما يجد اختيبار هذا النبوج من أشواع الخيارات (المائمة) مسوغه المتبول ظاهرياً: هالدير بهذه الاطريقة لا يجني الأرباح إلا إذا حتق سعر السهم في السوق لوتفاعاً مسافراً فياساً إلى سعره بتاريخ النبح؛ وإضافة إلى ذلك فإن هذا الشوع من الخيارات قد يكون فاعلاً في بعض الحيالات وضعن شروط مصددة. إن تقامل رغيبة المديرين المؤكدة في الحصول على أدنى سعر استخدام ممكن لخياراتهم موشرط ألا يكون سعمر الاستخدام أدنى من سعر سهم الشركة بتاريخ المنح، يقدم تضييراً مباشراً لحقيقة اعتباد نوع الخيبارات المائمة في جميع الحيالات تقريباً، وذلك بخيل أنظر عن موصد استحقاق الخيبارات والسمات الشخصية الخاصة للمدير المغنى.

تقدم الخيبارات العائمة للبديرين قدراً كبيراً جداً من ثمار للصادفة. حتى لو كان سعر السهم بتاريخ المنع يعبر فسلاً عن فيمته الحقيقية في ذلك الوقت. غير أن المبال متاح أمامهم لزيادة حجم ثمار المساحقة أثناء انتشاء التوقيت الاسترائيجي المناسب لتج الخيبارات أو لنشر فلطومات حول الأداء الاقتصادي للشركة فالديرون يتمتون بسلطة ونفوذ بخولانهم تحديد زمن نشر بهانات الشركة المالية وكذلك تحديد زمن منع الخيارات. وبوسعهم أن يوظفوا لمية التوقيت هذه بما يرفع احتصال أن يكون سحر السهم بلا تاريخ منح الخيبارات أدنى من سمره الحقيقي. وبالطبع فإن خفض سفر السهم بناريخ منع الخيبارات يعني انطفاض سعر الاستخدام، الأمر الذي يعني زيبادة أرباح مالك النيارات عندمنا يستخدم خياراته بلا وقت لاحق. إذا يمكننا القول إن المديرين عموماً يحصلون على خياراتهم بسمر استخدام أدنى وسطهاً من السعر الحقيقي لأسهم الشركة بلا تاريخ المنع. الأمر الذي يؤمن لهم ربطاً أعلى.

مفحت شركة سيبل سيستمز على سبيل المثال ≰ 17 فيسان/أبريل عام 2001 اشين من كيسار مديريهــا 600,000 خيار لشراه أسهمها. وقد حددت سعر استضدام تلك الخيارات _____ أم يوزنوا. ____

مساوياً لسعر سهم الشركة هند انتهاء التداول في السوق في ذلك الهوم والذي يقع 633. [46] وبيدياً في الشركة عن ارتفاع كبير في قهم أوباحها وميمانها للا الربع الأول من العام. بالعلم أدب للشركة عن ارتفاع كبير في قم أوباحها الشركة، حيث بان الأول من العام. بالعلم أدب لللهومات إلى فقزة كبيرة في سعر سهم الشركة، حيث بان سعر السهم في الهوم التالي لإعلان العلومات أي يوم 19 نيسان/أبريل — أو لو أن ظلف العلومات كان عشار أربيل — أو لو تابيل منه التفاول يوم 17 نيسان/أبريل — أو لو تابيل منه التفاول التهاد المنهاد المنهاد التفاول على خيارتها عليه بقيمة 513. إن شركة سهل سيستمز، عصار منحها مديريها تلك الخيارات البيال الكشف عين تلك العلومات الهمة مباشرة، فد عبد منحها مديريها تلك الخيارات الي 1850 منا الخيارات الـ 600.000 بمقدار 513 - ما شكار بالا التفاتية ملابين 2.

بالطبع لا يمكن اعتبار تنابع تلك الأحداث إثباناً فانونياً على ارتكاب مديرًي شركة سيبل أي جوم يقا من حملة أسهم الشركة، فقد يكون تاريخ منع الفهارات وتاريخ كشف المطومات فقد جرى تحديدهما صلفاً منذ زمن بعيد وفيل أن يستطيع أحد التكون بمأن هذا النوفيت سيستر على مديري شركة سهيل هذا الحجم الكهيو من ثمار المصادفة بملايين الدولارات. فهن الناسية النظرية من المبكرة من المبكرة بيار تكون للك الثمار قد سقطت بمحض المسادفة. غير أن دراسات عدة قد وجدت ارتباطاً منهجياً بين تواريخ منع النهارات وتواريخ كلف البيانات دراسات عدة قد وجدت ارتباطاً منهجياً بين تواريخ منع النهارات وتواريخ كلف البيانات عدماً تعيل إلى النشيجة الثالية: إن الشركات الأسهم الديريها وتؤجل الإعلان عن الأخيار الديدة إلى ما بعد تاريخ الفع.

تركيز الدراسية التي فأم بها ديفهيد يرماك على تصاويح الإيبرادات التي عادة ما تطن ية أوقيات مصددة وموزعة على مدار السام. لقد وجد يوساك أن احتمال منهج الديرين خيبارات الأسهم فهل الإملان عن أرفام الإيرادات المشجمة أكبر من احتمال منع الغيارات قبل الإعمالان عن التصاويع غير المشجمة، واستتج أن تلمديريين ناثيراً واضحاً على لجنة منبح التمويضات يجملها تمنصهم الخيارات إلا الوقت التاسب، أي عندما يعرفون سلماً أن قهم الإيرادات التي سنمان بعد وقت قصير سنكيون إيجابية ومشبعة ومن الرجع أن ندفع بسعر السهم إلى الارتفاع بهذا يكون الديرون قد حصلوا على نوح خيارات السعر متخفض بهيئة الخيارات المائمة إضافة إلى ذلك خلصت دراسة يوماك أيضاً. ويما يتنق مع الروية المستددة إلى نضوذ المديرين وسلطتهم، إلى أنه كلما زادت سلطة المديرين العامين داخل مجالس الإدارة. زادت معها قدرتهم على استصصال تخفيضات أكبر على أسمار استخدام خياراتهم.

ألقى ديليد أبودي و روم كاشزنيك نظرة فاحصة على تلك الشركات التي تحدد سلقاً توليخ منح خياراتها - أي تلك الشركات التي لا يمو للمديرين فيها أي سلطة على تحديد تواريخ منح خياراتها - أي تلك الشركات التي لا يمو للمديرين كانوا يتحكمون بمواهيد نشر المعليات الاقتصادية حول أداد شركاتهم على نحو ينتج عنه انخقاضي في أسمار الأسهم فيل تاريخ حصولهم على خياراتهم المائنية ألى فعلى سبيل التسال. كان الديرون يمفنون بابتهاء تأخير الإعلان عن الأخيار الجهدة إلى ما يعد حصولهم على خياراتهم، ويحسب باتبساء تأخير الإعلان عن الأخيار الجهدة إلى ما يعد حصولهم على خياراتهم، ويحسب دراسة أخرى فام بها سنيتن بلسم و هوادجينغ تشن و سرينها سان سانكاراغوروسوامي، فيأن بعض الديرين كانوا يتلا عبون بأرقام إبرادات الشركة لكي ينتج عن ذلك انفقاض بأن بعض سمر سهم الشركة به الوقت المناسب فيهل حصولهم على خياراتهم. أو إمناهة إلى ذلك كان بعض الديرين يضخصون الاستمتاقات المراكمة التي من شأنها خفض أرباح الشركة فيل حلول مواعيد منع الخيارات.

وكسا هي الحسال بالنسبة المديرين الذيسن يمتكون سلطة تحديد وقت حصولهم على خيار انهم. شيان أولشك الذيسن يتحكمون بمواعيد نشر العطيسات الاقتصادية حمول آداء شركانهم ويتلا عبون بعجم الاستعقاقات الشرئية عليها، يحصلون أيضاً على خيارات بسم استخدام أدنى من القيمة العقيقية لسهم الشركة بناريخ النسج، ويدّ كلتا الحالتين يؤدي تأكسر الديريين إلى تفاقم ظاهرة الفصل بين الآجر المقدم للمديرين على شكل خيارات عائمة من ناحية وأداء للديرين من ناحية أخرى.

إعادة التسعير وإعادة التسمير من الباب الخلفي

لقد رأينا كيف أن الخيارات العائمة تسمع للمديرين بالاستفادة من أرباح أسهم العبوق بلا أوقات نبوه بغض النظر عن أوائهم القطي، ننتقل الأن لفقي نظرة على ما يعدت عندما
بنخفض سمر السهم بلا السوق إلى ما دون سعر استخدام الخيارات. وعلى عكس ما قد
بنوقف المره. فإن الشركات لا تسترك الديرين خالي الدين بلاسل هذه الحالات. ول إنها
نظب أما إلى إعمادة تسعير الخيارات الخاسرة واما إلى القيام بما يمكن تسهيته وإعادة
التسمير من الباب الخافس، وذلك عبر إعدار خيارات جديدة بسمر استخدام أونى من
الخيارات القديمة. إن أمال الديريس بلا حصولهم على تمويضات بلا مثل هذه الحالات فيه
فاقست من ظاهرة ضعف الارتباط بين الأجمر المقدم للمديرين على شيكل خيارات أسهم
وموية أدائهم الغطي.

مكافأة الديرين عندما تتخفض أسعار الأسهم يلاالسوق

حتى أواخر التسبينيات من القرن الماضي كانت الوسيلة الوحيدة التناحة أمام الشركات لتموض مديريها عن خسائر خيار أنهم يقمل انخفاض أسعار الأسهم في السوق، الذي يبيط ظلما الغيارات الناح الميارات خاسرة (أي من نوع خيارات السعر المرتقع) هي خفض سعر استخدام ظلم الخيارات. شام مهاخيم بريستر و رانفاراجان سوندارام و ديليد برمساك بدراسة فاهدة معطيات مديري الشركات الدرجة على موشر إلى في بي بين المامين 1992 و وجيدوا أن نسبة 3.1 بلند عن المديرين في كل سفة من سنوات الدراسة قد مُنصوا إعادة تسهير لنبالغ عددها 806 حالات، وجد الباحثون أن سمر الاستخدام قد جسرى خفضه في جميع العالات منا عدا حالتين انتشين، وكانت نسبة الخضض الوسطية 33 بلنة 3.2

تجدر اللاحظة أن مؤشر إس فل بي 500 قد ارتفع بنسبة 50 بالله أثناء مدة الدراسة. دون أن تسجل أي حالة خسارة نذكر للشر كات. ولا شك بلا أن حالات إعادة النسبير كانت ستكون أكثر كليراً أو لم يقمُ سوق الأسهم بهذه السرعة وبهذا الثبات على مدى حقية الدراسة. منذ أن أنز صنح هيئة معايير التصنابات المالية الأمريكية جميع الشركات باحتساب خهارات أسهمها التي تجري إعادة تسميرها بعد 15 كانون الأول/ديسمبر 2004. أميبحت الشركات أشل حماساً لإجراء إعدادة التسمير²². لكنها وجدت طرقاً أضرى -أهالق عليها براين هول و نوماسى كلوكس اسم ،إعادة التسمير من الباب الخلقي» منن أجل تحقيق الفتائج عينها ودون الحاجة لاحتساب القهارات في الهزائية؟.

عندسا وقف الديسرون هاملين خيارات قد غدت خاسرة (أي قد تعولت إلى خيارات بسعر مرتفع)، فإن الشركات تبادر هادة إلى إجراء عطية إهادة تسعير من الباب الخلقي، وذلك عمر إعادة سل، جعية المعوريين بخيارات جديدة بسعر استخدام أدنس، بلا بمض الحالات يجري حذف الخيارات القديمة الخاسرة ذات السعر الارتفع قبل منع البعديدة أ²⁴ . ويلا حالات أخرى بعقط الديرون بخياراتهم القديمة إلى جانب البعديدة ، بالطبع بفضل المديرون الاحتفاظ بغياراتهم القديمة إذ إنها وقو كانت مفارضاته أي خاسرة بها الوقت الرامس، فهي لا تزال نحمل فهمية ، وبخاصة إذا كانت مدة صلاحيتها لا تزال طويلة نسبها . وعلى الرغم من أن الأشكال المعددة لإعادة التسمير من الباب الخلقي تخلف بعض الشهه فيما بينها وعن شكل إعادة التسهير الاعتبادية ، فإننا ويفوض التبسيط سنشير بمهارة إعادة خياراتهم غارفة .

إن مشكلة جميع أشكال إهادة التسعير لتمثل بلا أنها تضعف الارتباط بين الأجر والأداد. وبلا الواضع فإن إعادة التسعير لا تفصل فقط بين الأجر والأداد، بل إنها تكافئ عملها الأداد السيس". إن الأسال والتوقعات لدى المديرين بأن شركاتهم ستلجداً إلى وجه من وجود إهادة التسعير صن أجل تعويضهم عصا يلحق بهم من خسارة نتيجة لتراجع أسحار أسهمها بلا السوق، بضعف دون شبك حوافز المديرين لتحسين أدائهم، ضوقع المديرون أن شركاتهم ستعيد تسعير خياراتهم بلا حال هيوط أسهمها بلا السوق قد يولد لديهم حافزاً لأن يختلفوا انفقاضاً فصير الأمدية أسعار أسهم شركاتهم لكي يحصلوا على إعادة تسمير لفهاراتهم. إذاً. عملية إعادة التسعير تقوض بلا المقام الأول مسوغ تقديم الحوافز الذي يستقد إليه ميذا تقديم خيارات الأسهم للمديرية? يقدول المدافسون عن مهدة إحسادة التسعير إن صدة الأجراء إنما يساعد الاشركات على الاحتفاظة بمديريها وتحفيزهم عندسا تهبط أسماد الأسهم إلى مستويات تجمل من خياراتهم الراهنة خاسرة (غارفة) جداً. ويضيفون إنه على الرغم من أن إعادة التسهير اللاحقة قد تقوض الحوافز السابقة. فإن الشركات قد تجد أن الربع المتوقع من الاحتفاظ المدينية من الدخة على الحقاظ التسهير. المدينية إعادة التسمير بمدينية إعادة التسمير مع أن خيارات كليرة لجسات إلى عملية إعادة التسمير مع أن خيارات مديريها الراهنة لا تزال تمثلك فهمة لا يأس بها، هالخيارات الفارفة التسمير مع أن تحافظ على جزء كبير من قيمتها، بقد حال كانت أجالها طويلة وكان السوق متقباً جد ⁵²⁵. إذاً، مسوة الاحتفاظ من جزء كبير بالديرين وتحفيزهم لا ينطبي على كثير من الشركات التي سارعت إلى إجراء عملية إعادة تسمير بعيد حدوث هبوط مفاجئ إلا أسمار السوق مباشرة، وبالقمل ظلدواسة التي أجرتها مماري إلى كارتر و لوان لينشل لم تجد إثباناً يذكر على أن إعادة تسمير الخيارات الفارقة من شأنته التأثير على هرا المديرين به ترك شركاتهم أن إليادة فيها الخيارات الفارقة عملية إعادة التسمير قد نؤلم يق بعض الحالات إيجاباً على تحفيز الدير ليبقى بلا منصبه. هاندة بالمارة الديم عن غير المؤكد أن الأسر الإيجابي المرجو من بضاء المدير به منصبه يستمق الكافة الناشة عن التحفيز السابي للمدير ومكافأته على سوء أداء الشركة ية السوق.

قد يسرى الدافعون من إهادة التسمير أن مسوغاتها قوينة جداً يهّ المالات التي يتراجع فهما سعر سهم الشركة به السوق لأسهاب عامة ناتجة من تدمور حمال السوق أو القطاع بأكسله وخارجية نماماً من سلطة الديرين أنفسهم، وقا كان مثل هذا التراجع غير ناتج عن أفعال الديريين، فإن حمايتهم من ندامهاته لا يضعف حوافزهم لتصمين أداتهم 28. غير أن إجراء إعادة تسمير خهارات الأسهم التقليدية على إثر تدمور أسمار السوق بغرض ضمان حقوق الديرين يبدو أسوأ من إجراء هورسة الخيارات بالقياس إلى تحركات السوق بقاشاً بها المسال حقوق الديرين يعنو أسوأ من إجراء هورسة الخيارات بالقياس إلى تحركات السوق بقاشاً في المسار ألى تحسركات السوق أو القطاع في الاتجاهين المساعد والتنازل من شأنه أن يضمن على المدور أمرين التين الخيارات قهمة على المدور أدوال السوق أو لأ أن يتبى للخيارات قهمة هما المدورة أدوال السوق أو لأ أن يتبى للخيارات قهمة المالية والأداري النوع ذلك فإن هذا النوع والمناز الدين تنصر كان ذلك فإن هذا النوع المدورة أدوال النوع. خشادً من ذلك فإن هذا النوع المدورة أدوال بأنهم، خشادً من ذلك فإن هذا النوع والمناز الدين تحسين أدائهم. خشادً من ذلك فإن هذا النوع والمناز الدين تنال هان هذا النوع والمناز الدين تحسين أدائهم. خشادً من ذلك فإن هذا النوع من النوع من ذلك فإن هذا النوع والمناز الدين تحسين أدائهم. خشادً من ذلك فإن هذا الدين تحسين أدائهم. خشادً من ذلك فإن هذا النوع والإنجاز الدين تحسين أدائهم. خشائدً من ذلك فإن هذا النوع والإنجاز الدين تحسين أدائهم. خشائدً من ذلك فان هذا هان مناز النوع.

مـن الضمان (أي فهرسة الخيارات فياساً لؤشرات السوق) منو بالتأكيد أقل كلفة وتعليداً من اعتماد الخيارات التكليدية مصنعوبة بعملية إعادة تسمير لاحقة لكك الخيارات.

يبقى الديرون الذين يمتكون خيبارات مفهرسة هياساً لوسطىي أداء السوق أو القطاع معزولين عن تقلبات السبوق أو القطاع، وكنفيجة لذلك، ليس ثبة حاجبة إلى تطبيق معلية إصادة تسمير خياراتهم بهدف حمايتهم يؤ حالات التدهور المام يؤ السوق أو القطاع، فقي حال حسوت مثل ذلك التدهور تستطيع الخيارات المفهرسة أن تعدل أفاره على تمو ظفائي. فتحمي الديرين من سوء الأداء الذي لا ذنب لهم فهه، بل إنها تكافئ الديرين الذين يظهرون أداء جداً فياساً إلى نظر انهم مهما ندهورت حالة السوق العامة.

له قبل الترتيبات الراهنة بعصل المديرون على خيارات تقليدية ويستعيدون من إعادة التسمير عندما يتطور السوق بمكس صالحهم، كنتيجة لذلك قبان الديرين بقطفون ثمار المسادفة الناتجة عن أي تطور إيجابي في السوق أو القطاع وييقون في الوقت ذاته بعناي عن أي أثر سنبي للتعمور العام بق السوق أو القطاع، ومرد أخرى نجد الديرين بق موقع يحسدون عليه عنوانه وربح مضمون وخسارة مستعيلة، حين يرافق تدمور السوق عملية إعادة تسمير لخيارات الديرين ويتلوه صمود بق أسمار الأسهم، يحقق الديبرون أفضل الأرباح. إذ إنهم يجمعون ثمار المسادفة التي ستقهم عليهم بق مدة صعود طويلة للسوق نبدأ بق الفراج وتصل إلى المذروة. إن اعتساد الخيارات التقييرية مصحوبة بمثلة إصادة التسمير يكف الشركة أكثر كثيراً من اعتباد الخيارات القهرسة ولا يقدم أي حوافز إضافية للمديرين لكي يعظموا قيمة حصص عبئة الأسهم.

التفسير الرلكز إلى نفوذ وسلطة الديرين

لما كان توقّع إهادة تسمير الفيارات من شأنة أن يضمف موافق الديرين التي جرى خلقها عبر منح تلك العقيارات. فإن اندهاع الشركات إلى إعادة التسمير لا يتفق ومبدأ التفاوض أو المساومة على مطال الدراع. يمكن تسويغ معلية إهادة التسمير والنظر إليها بصفتها وسيلة فاهلته لحماية الديريين بلا مالات تدهور السوق أو القطاع يوجه صام. ولكن فقط بلا ضوء اعتماد النهارات التقليدية. غير أن هذا التسويغ بيساطة يطلع الخيارات الفهرسة ولا يفيها

حقهها . وهذا ما يجعل فشيل الشركات المستمرية اعتماد هذه الخهيارات أكثر إثارة للعجب والحيرة . من هنا، ليس من المستفرب أن نرى تجمعات مصالح حملة الأسهم تعبر عن فقتها حيال معارسة إعادة التسهر . بل تعارضها صواحة يلا بعض الأحيان⁹⁹.

غير أن هذه المارسة يمكن شرحها بسهولة إذا ما نظرنا إليها من متطار سلطة ونفوذ الديريين، فياكر غم من أن الخيارات القهرسة قادرة. ويكففة أقل. على تقديم البعزة الأكبر من الكونية ونشوذ المعتلة لإهادة تسمير الخيارات التقليدية. فإن الديرين يفضلون إعادة تسمير الخيارات التقهرسة، فإجراء إهادة تسمير الخيارات النهرسة، فإجراء إهادة تسمير الخيارات القهرسة، فإجراء إهادة تسمير الخيارات التقهديية يمنحهم الفرصة مر تين لحصد المكاسب الخاصة. الأولى هند اعتماد الخيارات التقهدية ومنت الأن كان متاحاً لهم أن يقطلوا المتعارفة التسمير، وحتى الأن كان متاحاً لهم أن يقطلوا الموادن المرادة المنادة المنادة المنادة المنادة التسمير، وحتى الأن كان متاحاً لهم أن يقطلوا

تبدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن ألية إعادة التسعير التمطية المروفة قد الافت معارضة متقامية من طرف حملة الأسهم ⁶⁰؛ إلا فن تمط إعادة التسعير من الياب العلقي قد بقي حتى الأن فن أمارس مهاسة إعادة التسعير بن الطال ودون إثارة الكثير من الامتمام الخارجي. عندما يعتق القديرون أرباحاً منطبة من خياراتهم بنصل الرشاع أسعار أسهم السوق بوجه عمام، يكون من السهل تسويقها للسراقب النفارجي، فقسي نهاية المطاق مقالك عقد بين الشركة ومديروها يقدم لهم الموافق تصسين أدافهم، وجميع أطهراف العقد، بعن فههم عملية الأسهم قد حققوا الربع، ولا تغطى الشركة حينما عشرة تطبيق العقود التي وقعتها مع المديرين، أما عندما تترابع أسعار الأسهم بن السوق، فإن تسويغ إعادة تسمير الخيارات من الباب النفقي يكون عبر الإشارة إلى حاجة الشركة فلاحتفاظ بعديريها وتحقيزهم على البيف مواضهم بن هذه الأوقات الصعية، وبالطبع فإن تهاب الشكل الانظامي المستهجين الأبية إعادة السعير بسهل الأمر أكثر.

إن هنذا التفسير المتسد على سلطة ونفوذ الديرين يتفق و بعضى الشواهد الواقعية من ممارسات الشركات الهومية. فقد وجد دونالد نشانس و رامان كومار و ربيبكا ثود على سبيل الثال أن ممارسة إمادة النسهر أكثر انتشاراً ﴿ الشركات المستهرة التي يرزح فهما مجلس الإدارة تحت سيطسرة أشخاص من داخل الاشركة التي تشهد تضاوياً واضعاً في المسالح بين حملة الأسهم من جهة وممثلههم في إدارة الشركة من جهة أخرى أ¹ . بلا در اسة أخرى خلصى بوينر و سوندارام و برمائد إلى أن عملية إعادة التسهير لا تحدث في الواقع رداً على الاعشر إذارات النبي تصيب حقولاً اقتصادية بالكهنها، على الرغم من زعم المغيين بالأمر بأنهم إنما يضهون إلى تلك العملية لتفادي معاقبة الديرين على تطورات عامة خارجة عن سيطر تهم، ³² بل إن الواقع بعاكس تك الزاهم ويظهر أن إعادة التسهير عادة ما ترتبط بأداء سيل للشركة بون سواها ولأسباب خاصة بها، إذاً فإعادة التسهير هي في الواقع ألية المكافأة الديريين على أدائهم السين، صن بين التواهد الواقعية الأخرى على أن إعادة التسمير هي نفيجة انفوذ الأدبرين في مجالس الإدارة در استان أخريان، واحدة قام بها نشائس و كومار و شود والأخرى أجرتها هاري الين كارتر و لوان لينتشى، فظهرتا بدورهما أن إمادة التسهير المهتب مدهوعة بدوامل تتعلق بالديق عامة أو بالحقل الاقتصادي الذي تميل فيها الشركة، بل المهاهدة ما نعقب مرحلة أداء سين أسبابه خاصة بالشركة دون سواها ⁵³

دراسة أخرى أجوتها ساندوا كالأغـأن و جابن سالي و تشانسوا سوير امانيان أظهرت أن إصادة التسمير تحمد باحتسال أكبر بعد الإعلان عن الأخبار الاقتصادية السيئة أو فيهل الإعلان من الأخبار الجيدة ³⁴. الأمر الذي يدل على أن الديرين بلجؤين إلى التحكم بتوقيت أحد الأمرين إما إسدار الأخبار الاقتصادية عن الشركة واما عملية إعادة التسمير أو (الاثنين مصاً) على نحو يضعنون عبره أن تجري إصادة التسمير عندما يكون سعر سهم الشركـة بلا أخفش مستوى له حما يسمح تلمديرين بعد ذلك بجني أكبر فدر من الأرباح بعد ذلك. إن هذه النتهجة تشبه إلى حد كبير النتهجة التي توصف الإيها سابقاً بلا نقاشنا حول الخيارات المائمة- وذلك بان للديرين يوقسون تاريخ إصدار الطومات حول وشع خيارات منبولة ظاهرياً. أي من نوع الخيارات الأسهم على نحو يسمع لهم بالمصول على المشهنية ظاهرياً. أي من نوع الخيارات الاستم، ولكن بسعر استخدام أهل من الفهمة المشهنية ظاهرياً. أي من نوع الخيارات النساع، ولكن بسعر استخدام أهل من الفهمة

من اللاهث أيضاً أن تشانس و كوما و دود قد وجدوا أن نصف الطيارات التي جرت عليها عملهــة إمادة الشمير للإدر استهم. كانت ستقدو مع تطور الأحداث خيارات رابعة (أي من نوح خيارات السعر المنخفض) حتى او لهرتجر إعادة تسهيرها. إن هذه التفهية إنما تدل على الن بعزة أكبيراً من عملهات إعادة التسهير لهست بلا الواضع ضرورية للاحتفاظ بالدبرين أو لمتفيز المست بلا الواضة أي إليانات على أن خفض سمار استخدام خيارات أسهيم المديرين يؤدي فعالاً إلى ارتفاع سعر سهم الشركة بلا السوق الاحقاً. فضالاً عن ذلك خلص تهموني بولوك و عاروك فيشر و جيمس ويد بلا دواسات آخرى إلى أن وجود المؤسسات الاستثمارية دقيبة على سياسة الشركة الاقتصادية بقتل من اهتمال إعادة تسمير النهارات ألا أن وجود المؤسسات الاستثمارية دقيبة على سياسة الشركة الاقتصادية بقتل من اهتمال إعادة تسمير النهارات ألى أن مبعد على سياسة الشركة الاقتصادية بقتل من اهتمال وجود أعضاء غير مستقلين من مجلس إدارة الشركة بلا لبنة إقدرار التدويضات يزيد من

إعادة عنحن الخيارات

نلجاً شركات عدة إلى مقع مديريها خيارات جديدة وعلى نحو تلقائي بمجرد أن يستخدم أولك الديرون خياراتهم القديمة. إن هذه المعارسة التي يطلق عليها شبير «إعادة الشحز» تعشل حيلة أخرى إضافها: على نظام الخيارات التقهدية بتم اللجسوء إليها من أجل تعظيم قدرة الديرين على جني الأرباح الضخمة حتى عندما لا يكون أد أؤهم جهداً.

نتـم ممارسة إمادة الشحن لم شكلها الأساسي كما يلبي، يبادر حامل الخيارات الفائلة الشحسن إلى استخدام خياراته قبل تاريخ نهاية صلاحيتها ويدهج ثمن استخدامها من فيمة الأسهـم لاتـي يلا موزتـه. وبالقابل لا يحصل الدير فقط على أسهمه التي ألت إليه عبر استخدامـه لخياراته القديمة. بل إنـه يحصل على خيارات جديدة بعدد الأسهم التي ياعها ليستخدم خياراته. تعتقــظ الخيارات الجديدة التي ننجت عن إعادة الشحن بتاريخ انتهاء المسلاحية ذاته الذي كانت سنتهي فهه صلاحية الخيارات القديمية لكن سعر استخدام الغيارات الجديدة يتعدد بسعر السهم لم السوق بتاريخ إعادة الشحن.

التأخذ على سيول القال مديراً عاماً يعلك 10 خيار التطابقة لإعادة الشمن بسمر استخدام فدره 520. فإذا كان سعر السهم الواحد في السوق بتاريخ الاستخدام يساوي 40 0. فإن عليه أن يتناذل عن خسمة من أسهمه لكي يستخدم خياراته المشرد. ويذلك بكون فد حصل على 01 أسهم ناتجة عن استخدامه لخياراته إمناعة إلى خسبة خيارات جديدة بسعر استخدام بسيارة كله عن المتحدام المتحدا

إن الخيارات القابلة الشعس تقوق الخيارات التقليدية قيمة بالنسبة للمديرين. هندما يستخدم الدير خيارات الجيل الأول بعد حدوث رزة (ارتفاع مفاجس) بإنسم السهم يإذ العسوق، فإنه يكون قعد استفاد من الربع الناتج عن ارتفاع سعر السهم الذي من الفترض أن ينخفض بعد ذلك. وحافظ بإن الوقت ذاته على فرصحة الاستفادة من أي ارتفاع آخر محتصل بإذ الأسمار عبر خياراته الجديدة التي كسبها 37. وبالفعل فيإن أفضل ما يقوم به حامل الخيارات القابلة للشجن المتكرد هو أن يستخدم خياراته علك كلما تجاوز سعر السهم أعلى سعر حققه سابقاً عنذ تاريخ المتح الأصلي.

خيراوات الأسهم القابلية للشحن تمكن الديوين إذاً من تحقيق الأدياح بلا مدد ندبنب الأسهار بلا السوق، وذلك عبر السماح لهم باستفلال فرصة الارتفاع المؤقف للأسمار و مصد الماسوق، وذلك عبر السماح لهم باستفلال فرصة الارتفاع المؤقف للأسمار و مصد المكاسب حتى عندما تكون تلك الأسمار مستقرة إلى حدما على المدى البعيد. إن الربح الذي يمكن تحقيقه عبر خاصة إعادة شعن الخيران إنما يتحدد بعدى تذهيف شركة واحدة على سبيل الثلاث، أجرى كل من جبن سالي و رابة جاغنانان و ستيفن عاداوت بمض التقديرات وتوسلوا إلى أن الشكل الأساسي ليزة إعادة التمعن يوفع قيمة الخيارات التقديد بنسبة كا بالمئة تقريباً من فيمنها ¹⁹. إضافت إلى منح الديرين خيارات إنسافية قنموضهم عن كا بالمئة تشريباً من فيمارات مديريها إلى منح الديرين خيارات إنسافية قنموضهم عن الأسهم التي عليهم بيحها لدفع ما يترقب عليهم من ضرائب من جرآء عملية استخدام الخيارات الزيادة الإضافية على قيمة الخيارات التقاديم المنافية على قيمة الخيارات التقاديم المنبية وسائية وسطياً الخيارات التقاديم المنبية وسائية وسطياً من فيمة تلك الخيارات التقادية عن ميزة مقع عده الخيارات الإضافية بما نسبته 9 بالثة وسطياً من قيمة تلك الخيارات التقادية في المؤيدة تلك الخيارات التقادية المنافية عن ميزة مقع عده الخيارات الإضافية بما نسبته 9 بالثة وسطياً من قيمة تلك الخيارات التقادية المنافية عن ميزة مقع عده الخيارات الإضافية بما نسبته 9 بالثة وسطياً من قيمة تلك الخيارات التقادية المنافية عن ميزة مقع عده الخيارات الإضافية بما نسبته 9 بالثة وسطياً من قيمة تلك الخيارات التقاديم المنافية عن ميزة مقع عده الخيارات الإضافية بما المنبيارات التقادة عن ميزة مقع عده الخيارات الإضافية عده التعيارات التعيا

من الصعب شدح ممارسة إعادة شعن الخيارات للإ إطبار عملية التفاوض الوضوعي والهنهي على مطبال الذراع بين الديرين ومجالس الإدارة. إن هذه الملاسة تزيد بوضوح احتمال استفادة الديرين من الرزات الاؤفتة والعابرة التي تصيب أسمار الأسهم للا السوق. فإصادة الشعب نكافئ الديرين إذاً على التذيذبات التي تعلواً على أسمار السوق وتفاقم بذلك، من فقد الارتباط بين الأجبر والأداء. لذلك عليس من للفاجش أن تعارض مؤسسات الاستثمار اعتماد هذه المارسة للا الشركات التي تستثمر فهها أ⁴.

يشول المدافعون عن إعادة شحن الخيارات إن هذه الهزة نشجع الديرين على استخدام أسهمهم ية وقت مبكر قبل انتهاء مدة صلاحيتهما لامتلاك حصص أكبر ية شركاتهم ⁴² لكن عندما لا يمضع الديرين من بهم الحصص المائدة إلههم باستخدامهم لخياراتهم شإن ميزة إعادة الشحن لا تكون قد حقفت النتيجة الطاوية (زيبادة حصص الديرين ية شركاتهم). فعادة ما يترك للمديرين الحرية الكاملة ية أن بيموا ما يؤول إليهم من حصص نتيجة استخدامهم لخياراتهم، وهم يلجؤون فعلاً إلى بيع الجزء الأكبر متها⁴³.

وعلى كل حـال. إذا كان الهدف زيـادة حصص الديرين على شركانهـم. فهناك طرائق أخـرى لتعقيق هذا الهدف أقل كلفة وأكثر سهولة وفاعلية من إعادة شعن الخيارات وكما سـنرى في الفصــول القادمة، ووسع الشـر كان بساطة تقييد العربـة الكبيرة للمديرين في الوقت الواهن التي تسمح لهم بالتصرف بملكهة الأسهم الأيلة باليهم من خياراتهم بمجرد استحقاقها. ويخ بعض الحالات قد تؤدي ميزة إعادة الشعن في الواقع إلى تقابص حصـص المديريـن على شركانهـم، وذلك الآنهم يدهون ثهن خياراتهـم القابلة للشحن من الحصـص التي كانوا بعنكونها قبل استضام خياراتهـم. لا من حسابهم التقدي.

صح أنه من الصحب فهم عمارسة إعادة شعن الغيبارات بلا إطار نموذج الساومة على مطال الذراع بين الديرين ومجالس الإدارة. فإن ذلك يفدو سهلاً إذا ما آخفنا نفوذ وسلطة الديريسن بعين الاعتبار. فعيزة إصادة الشحن ترفع من فهمة الخيبارات التقليدية بالنسبة للمديريس. لكلها تنجز ذلك على نحو معقد بصحب إثباته أو التعقل منه أو فضحه. إضافة إلى ذلك، بالرضم من أن إعادة شحن الخيارات ليست ضرورية لزيادة حصص الديرين بها شركاتهم. بل إنها قد تنقصها بها بعض الأحيان. إلا أن ذريعة زيادة حصص الديرين لا يمكن دخشها من أساسها وعلى تحو قاطع. وبنتيجة ذلك يمكن للمديرين أن يعتقوا أرباحاً كبرى من ذبئيات أسعار الأسهم بها السوق يفض النظر عن أدائهم القطي. وأن يفعلوا ذلك دون قلق من افتضاع أمرهم ودون خوف من سخط حيفة الأسهم.

التحرك باثجاه ملكية الأسهم القيدة

إن المؤشرات على نفوذ وسلطة الديرين لا تقنصر على ما يمكن استقراؤه من موفقات خطيط الخيبارات التقييرات التي التغييرات التي تضعها الشركات لكافأة مديريها، بيل إن التغييرات التي تشوم بها الخيبارات التي تشوم بها الخيبارات التي التقطير كانت تقلقاء مديناً من نقد موتيبط بتلك الغطط تتضمن أيضاً مؤشرات فوية على ذلك التفوذ وتلك السلطة. فتحت ضفط حملة الأسهم بدأ اعتماد الخيبارات الموتبطة بالأداء يشهد تصاعداً طفهاً. غير أن الشركات تبدو متصمية لاستبدال الخيبارات الأسهم متنوسة للما الخيبارات الأسهم متبدة لاسال المساحفة. وهذا لا يفاجئنا حياما ضدرك أن اعتماد منها الديرين ملكية أسهم متبدة من من أنه أن يعفع باتجاه زيادة شار المساحفة لا يتجاه تقليمها.

بعسب الراقيين إن استخدام بنع ملكية الأسهم القيدة يشهد ارتفعاً المعوناً أ⁴⁴. يمكن النظر إليه عموماً بصفته ردة قبل على القلق التزايد الذي يبديه حملة الأسهم حيال الخيارات التقليدية. وهكذا عنونت صعيفة ويل ستريت جورنال مقالة لهنا بالعبارة ،مع فساد سمعة خيارات الأسهم لجأت الشركات إلى منع ملكية الأسهم القيدة، ⁴⁴. لكن، ولسوء الحظ، فإن الشركات التي تستدل خيارات الأسهم التقليدية بملكهة الأسهم القيدة ينتهي بهنا الأمر إلى وضع خطاط حوافز تستد، إلى حقوق اللكية لكنها تصوي في طياتها عناصر تقافم من حجم ثبار الصادفة الذي كان متوافرة في النهارات التقليدية.

من الهم هذا أن تتذكر أنه على الرغم من أن ملكية الأسهم الليدة لا تعمل كلمة «خيارات» لها اسمها إلا أنها ية الواقع مجرد وجه من وجوه الخيارات. انفترض أن شركة متحت مديرها خياراً له يوم كان فيه سعر السهم الواحد 100 ك. وإذا كان الخيار من نوع الخيارات المائمة. يكون سعر استغدامه يساوى 100 ك أيضاً. فإذا ما أستخدم الدير خيارمية وفت لاحق. سعر السهام فهمه س S. یکون قد حقق ربحاً من خیاره مقداره (سـ - 100) کا بالقابل فإن ملکها مقیده انسهام پیاع یلاوقت سعر السهم فهه س S. ستدر علی ساحبها ربحاً مقداره سS. اخاً فعلکها الأسهم القیدة هم یلا المعسلة خیارات بسعر استخدام مقداره SO.

هـل من سبب مقنع يجملتا نمتد بأن لاسمر الأمثل لاستخدام الخيارات بساوي 890 يقا الواقع. حسّى سمر الاستخدام السابق – 1800 يقا السابق – 1800 يقا السابق – 1800 يقا السابق – شد يكون منخفصاً إلى حد مبالغ فيه بقاكير من الأحيسان. وبخامسة عندما يحصل الاستخدام بعد ثاريخ القم يسنوات عدة. وكما رأيّنا فإن اعتساد سمر السهم بتاريخ القم سمراً لاستخدام الخيارات المتوحة للمديرين قد يمر علهم أرباحاً صخعة نتيجة لتطورات تعقداً على مستوى السـوق ككل أو القطاع الاقتصادي الذي تقمي إليه الشركة، حتى لو كان أذاء الديرين حيثاً بالشارة مع نظراتهم يقا الفرع الاقتصادي عينه.

لا تسفد أن خفض سعر الاستخدام من 500 إلى 50 سيفاهم مشكلة ثمار المسادقة. إن هذا الفضادقة المن بالمقارفة مع هذا التفضي سيضاعف تسار المسادقة التي يحصدها الدير ذو الآراء السين بالمقارفة مع نظرات بها السوق نتيجة لتحسن نظرات بها السوق نتيجة لتحسن أسمار السوق عموم أربل إنه سهدكن الدير ذا الأزاء السهن من حصد ثمار المسادقة حتى عندما يتخفض سعر السهم إلى ما دون سعره بتاريخ متح التهارات .

شد يتول فائل: إن متابة الأسهم المتيدة قد تكون أفضل من الخيارات التقيدية بإذ حال منه الديرات التقيدية بإذ حال منه الديرين من التصرف بطاعتهم لنتك الأسهم الدة طويلة من الزمان؛ إذ إن شرطاً كهذا المديدة المديرين حوافز إضافية لكي ير كزوا امتمامهم على القيمة طويلة الأمد ويبتعدوا عن الكسب قصير الأمد الذي تشجعهم عليه حريتهم الكبيرة بإذ التصرف بخياراتهم، غير أن هذا الكسب بدكن تمتهته من دون منح الديرين ذلك المجم الكبير من ثبار المساطة الأسهم المتيدة من المكن بسهولة كبيرة تزويد أي خطة لشيارات الأسهم بنيود تترض على حرية الديرين إلا التصرف بخياراتهم، تزويد أي خطة

من الهم التمييز بين بعدين التين للخطط القائمة على ملكية الأسهم: يتمثل البعد الأول بعدة الانتظار - في الدة الزمنية التي على الدير انتظارها قبل أن يتمكن من تمويل ملكيته فلأسهم إلى أموال نقدية. وذلك عبر استخدام خياراته ومن ثم بهج المصنص المائدة إليه من جراً اه ذلك على سبيل المثال، وكلما طالت مدة الانتظار، تعززت حوافز الدير التركيز على هنية السهم ماويلة الأمد أما البعد الثاني الذي يختلف تماماً عن الأول، فيتمثل بلا أنية تحديد حصة المدير بلامة الميكة الأسهم ، إن ربط حصة المدير بلامة السهم علويلة الأمد لا يتطلب اعتماد طيارات بسعر استخدام بساوي العسفر - أي اعتماد ملكهة الأسهم التهدد . بل من المكن تحقيق ذلك عن طريق اعتماد خيبارات الأمهم بسعر استخدام أكبر من التصرف الصفر . شرط أن تجمل منها الخملة المتحدة عنهارات مقيدة وتمنع المديرين من التصرف بها مدة طويلة من الزمن حتى بعد استحقاقها.

بعض الدافسين عن ملكهة الأسهم المتهدة يذكرون من ميزاتها أيضاً أنها تستمر للا تقديم الحوافز المديرين في حال انخفضت أسعار الأسهم يلا السوق. هندما ينخفض سمر سهم شركة ما نتيجة لتطورات عامة بي السوق أو القطاع الاقتصادي الذي تتشمي إليه. فإن الخهبارات التقليدية قد تقدو عديمة القهسة. ما يعني معافية مديري الشركة على النخفاض لم يكن ناتجاً عن سوء أدائهم، الأسر الذي قد يتركهم دون حوافز كافهة للعمل على خلق القهمة. على المكس من ذلك، مهما كان انخفاض سعر السهم الاسمى صاداً، فإن ملكية الأسهم المقيدة تستمر بيلا تقديم بعض القهمة والحوافز للمديرين لكي يتابعوا الطريق.

غيير أن ثمن مينزة صلابة ملكية الأسهم التيدة وفدرتها على الثيات يؤوجه انعفاش أسسار السوق باهسط جداً. لندر إلى مثالنا السابق حيث كان السعر الراهن لسهم الشركة الاسمى في السعق 1000، وتنفترس أن احتمال انخفاض سعر سهم الشركة وبتائه دون الاسمى في المتحدام من 5100 إلى سمر تاريخ المنع الدة معمودة لا يتعدى 20 بالثانة. إن خفض سعر الاستغدام من 5100 إلى 60 - أي التحول من مسيئة المنيارات التقليدية إلى مسيئة ملكهة الأسهم الملايدة - سيضمن أن يحافظ تقريض الملكية الأسهم الملايدة - سيضمن أن يحافظ تقريض الملكية المتوح للمدير على بعض فهمته ويقسم له الموافز حتى عندما يتخفض سعر سهم الشركة إلى ما دون 5100. لكن الشركة تدفع ثمناً بإهطأ لملك الموافز بيساوي 5100 إشاء الموافز عن 5100 أشاء المدادة (وهو احتمال أكبر بأربع مرات من احتمال انخفاضه فعلاً).

هناك طرائق أخرى لمالجة مشكلة هشاشة النهارات التقليدية، طرائق لا تعطف دفع هذا الأمن الباهط، غير أن الشركات لم تبادر إلى اعتساد أي طويقة منها، ولإظهار مدى الهدر الذي يسبيه اعتماد نظام ملكية الأسهم القيدة، نقارن بين ملكية مفيدة لسهم وأحد من جههة وخيار واحد مفهر من فياساً إلى أداء مجموعة الشركات الأسوأ أداءً بها الفزع الاقتمسادي الدفي تقتمي إليه الشركة النبي تشكل 5 بالمئة من مجموع شركات ذلك الفزو من جهة أخرى. إن هذا الخيار سيحافظ على قيمة لا تساوي الصفو وسيستمر به تقديم الحوافظ للمدير ما دام أداء الشركة قفضل من عتهة أداء متدنية جداً. لكله سيمتع الدير بالتأكيد حجماً الثمار الصادفة أقل مما تمنحه له ملكية السهم القيدة.

تخلص إلى أن الوخية الكبيرة لدى مجالس الإدارة بلا الانتقال إلى ملكية الأسهم المتهدة النهجة المتهدد التنهجة المتهدد التمويضات التنبي تتعارض بشدة مع ممانستهم التعرب التقريضات القائمة على حقوق اللكية . لا يجب النظر إليها بصنعها مؤشراً على تراجع نفوذ المديرين بلى التصرف بلا مجالس الإدارة . إن أي ترتبيات تغلق قبوداً قاعلة نعد من قدرة الديرين على التصرف بملكيتهم أو خياراتهم يمكن النظر إلىه على أنه تطور إيجابي يصب بلا صالح حملة الأسهم . لكن . حتى عندما يجب الديرون على التصوف بملكيتهم الكن . حتى عندما يجبر الديرون على الانتظار مدة طويلة من الزمن قبل التصوف بملكيتهم المتيدة للأسهم . مدة أطول من الدة التي عليهم انتظارها قبل يع خياراتهم . فإن الانتقال إلى ملكية الأسهم المتهدد لا يضعف (بل يعزز) قدرة الديرين على استصمال تدويضات تستك الارتبارات عليم استصمال تدويضات

14) حرية التصرف بحوافز اللكية

مقابل كل 1000 مـن الخيازات؛ لجديدة المقدمة قد يبيع الدير 684 سهماً من أسهم رأس مال الشركة.

من دراسة تجربيهة حول التعويطنات على أساس مغوق التقية. قام بها إيلى أوقاد و ديفيد يرماك ية العام 1977.

نفاهش بغ هذا الفصل عاملاً رئيساً أخر من عوامل فشل نظام التمويضات القائمة على أساس اللكهية بغ خفق الحوافز المجديدة. حتى مرحلة متأخرة جدداً لم تتخذ الشركات من تداجير الحياولية وإن التصرف بالحوافيز للمتوجة المديرين على شكل رزم الخيارات أو الأسهم الأبهيم القليدة ولا من تدابير تنظيم التصرف بثلث الحوافز، إلا قدراً قليلاً يثير الدهشة والاستقراب بغ تواضعه، وهكذا فقد كان الديرون يتمتعون بحرية واسعة بغ التداول بها الديريين أو أن يجبر الشركة على تقديم المزيد من الخيارات أو الأسهم بنية ترميم نفرات الديريين أو أن يجبر الشركة على تقديم المزيد من الخيارات أو الأسهم بنية ترميم نفرات الموافز، وبالثنيجة فيان حملة الأسهم يجدون أنفسهم أمام خياريين أحلامها مراً، إما أن يقدموا مزيداً من الموافز، ويضعات أو أن يقدموا مزيداً من الموافز، ويضعات من الموافز، ويضعات المن حرية الشاول الموافز، ويضعال من ذلك فإن جودها أن روزة امن الخيارات والأسهم فد خلقت لدى الديرين أيضاً حوافز شاذة للسمي إلى تحقيق ارتفاعات عابرة قصهرة الأمدية المبار أسهم شركاتهم.

مزايا تقييد البيم البكر

تمتح الخيارات والأسهم القيدة إلى المديرين بنية تحقيزهم للمعل على تعظيم فيمة رأس المال السهم، ولما كان المديرون يعيلون عموماً إلى تجنب الخاطرة فانهم سيقطلون بطبيعة الحسال المصول على التهمة التنديرية الكاهلة اثنات الحوافز نقداً. وفيس غربياً أن يفسلوا القيمة القندية مصدونة الدخم. وإن كانت أصفر ، على عائدات حواضر الملكية المعقوفة بشهرية المقاومة من المفاطرة وليو كانت القيمة المتوفعة لقلك الدوائد أكبر ، ولهذا السبب فإنهم غالباً ما يسمون إلى تحويل فيمة نقدية فور ما يسمون إلى أو يمة نقدية فور استحقاقها . غير أن ذلك من شأنه أن يغرغ قلك الموافز من مضمونها ويحرم الشركة من لمكانسة القيمية والحالمة هذه العمل على شعقيق الشوائر، بين الحفاظة على على المعاون من جهة أخرى . المفاطرة المدرعة إلى السوائة القديرين المشروعة إلى السوائة القدية والمونة المؤتوطية أموانهم من جهة أخرى .

إن مبدراً تقييد حرية الديرين فيما يغص بها الغيارات المستعقة يمثل مسألة منفسلة كلهــاً عن مبدراً تصديد مهل الاستعقاق بحد دانها. إن الهدف من مهلة الاستعفاق هو منع المدهــر الذي تقى لنوه حواهز على أساس خهارات الأسهم من الجنــوح إلى فكرة المسارعة إلى التقعي وترى مسؤولهات المعل وراء خلهره خلافتراً بتلك الخيارات (أو بمها تنفسنه من الأسهم). حال استعفاق حواهز الملكية القدمة للمدير يكون هذا الأخير قد ، جني، ما تحمله قلك الحواهز من مكاسب. فالخيارات والأسهم المستعقة ثمثل ملكية خاصة لا يستطيع أحد أن يفترعها من بين يدي صاحبها.

لكن حقيشة أن الخيارات المنوحة المدير. حال استحقاقها، لا يمكن انتز اعها منه. لا تعنى بالضرورة إعطاء الدير الحق في استخدام طك الخيارات ومن ثم بيع الأسهم المكتسبة مباشرة بمجرد انتشاء مهلة الاستحقاق، وعلى الأقل في بعض الحالات قد يكون من المناسب أن تأخذ التعويضات المقدمة للمدير شكل خيارات مقيدة لا يمكنه الإفادة منها قبل انتشاء مدة معدودة من الزمن حتى بعد انتقال ملكيتها إلهه، وعلى سبيل المثال يمكن تحديد مهلة استحقاقها الخيارات بثلاث سنوات وتقييد حق الإفادة منها بالنشاء ثلاث سنوات إضافية بعد استحقاقها، إذا ما واصل المدير العمل لصالح الشركة بعد انتشاء مهلة الاستحقاق فإن الخيارات المقدمة لنه (أو الأسهم ذات الصلة في حالة استخدام ثلك الخيارات) ستجسد فعلاً حوافز مجدية تعد بحزيد من الأداء خلال تلك المدة. لنفاون هذه الحافظ الفاتهة على اتفاق يقضي بتقييد حرية التصرف بالخيار لات مع الحالة الماكنة التي تتبع للمدير حرية استخدام خياراته وبيح ما يتصل بها من أسهم عباشرة حال انتقال الكينها إليه، ولتفرض أن المدير قد بادر بالفعل إلى استخدام خياراته وبيح الأسهم ذات المسلة بلا أهرب هوصة. يلا هذه الحالة سوف يكون على حملة الأسهم إما (1) أن يقدموا فلمدير خيارات جديدة -ويتحملوا ما يقيع ذلك من كلفة إشافية- بفية الحفاظ على القدر ذاته من الموافز ، أو (2) أن يقملوا الخسائر المالية التي ستترقب على تراجع مستوى حافز الأداء عند المدير إذا ما فورن بحافة تقييد حرية التصرف بالخيارات.

وبالإضافية إلى الزيادة العقيقية به حجم حوافز الذكهة لدى الميرين. التي لا تتحسر به لحظة دون الأخرى، فإن الترتيبات التي تمنع بهم الأسهم فيل انفضاء مدة من الزمن على انتشال ملكية الخيارات والأسهم المقيدة تقدم لحملة الأسهم ميزة دهمه أخرى بالقارنة مع حالة إطلاق حرية التصرف. إن الديرين الذين يملكون خيارات وأسهم غير فابقة المشايضة بقيمة نقدية فيل انقضاء مدة محددة من الزمن مرشحون لتوجهه اعتمامهم بالدرجة الأولى نصو السمي إلى تحسين فيسة رأس المال المسهم على المدى البعيد. وحيث إن أداء الدير لا بنمكسر بصورة فطيف على فيمة رأس مال الشركة إلا مع مرور الزمن، شإن تدايير تقييد حريبة النصر في بالخيارات والأسهم تضمن تزويد الديرين بحوافز من نوع أفضل. وخلافا قذلك فإن الدير الذي ينمنع بحرية بهع الخيارات والأسهم حال انتقال ملكيتها إليه سيكون بعقدوره أن يحتى لنصه مكاسب سريعة عبر ارتفاع مقاجئ قصمير الأجل في عمر أسهم بلا فقرة لاحقة فإن مكافأة الديرين على الارتفاعات قصيرة الأجل في سعر الأسهم، التي لا تفكس ارتفاعاً حقيقياً طويل الأجل في القيمة، شدة تحدو يهم إلى انتفاذ خطوات من شأنها أن تقود إلى تراجع فهمة رأس مال الشركة والعاق الضرر بالسهمين!

مما لا شك هيه أن تقييد فدرة الديرين على تحويل الخيارات والأسهم فلقولة إلى فهمة نقديـة لا بطلـو من الأثار السليـة. فهذا القييد من شأنه أن ينرضى على الديرين تكاليف إضافهـة لتأمين السيولة الللازمة لتقطية احتياجاتهم الحياتية والاستثمارية. كذلك فإن على مجالس الإدارة أن تمنى لدى العمل على إعداد وصياغة شووط القيهيد بإحقاق نوع من

الموازنة بين تلك الأعباه المالية من جهة والكاسب المرجوة من تطهيد حرية النصرف والنطقة يلا رضع مستوى الحوافز من جهة أخسرى، وانطلاقاً من احتياجات المديو، من حيث السيولة والمروضة بلا توظيف الأصوال، يمكن للمجلس أن يعدد نسبة الخيارات والأسهم التي ينبشي إبداؤها مقيدة بعد استحقاقها، ومدة ذلك التقيد، وأن يفاضل أيضاً بين إعطاء المدير حق المتصرف بكامل الغيارات والأسهم دفعة واحدة صال استحقاقها أو السماح له بالنصرف بلك الخيارات والأسهم المستحقة على نحو تدريجي فقسط، وعلى الفائب فيان الوسائط المصددة لصيفة الاتفاق حول تقييد حرية النصرف سوف نفطت من شركة إلى أخرى ومن مدير إلى أخر نهما ألموامل كليرة نذكر منها على سيل الثال المدة النوفج أن يقضيها المدير يلا خدسة الشركة وطبيعة احتياجاته الاستهلاكية أو الاستثمارية الخاصة، لكن من المؤكد بغيارات، وأسهمه فير استحفاقها لا يمثل صيفة النماقد المجدية النسي بمكن تصيمها على مختف الشركات وجميع المديرين

هرية الديرين الواسعة في التصرف البكر بالخيارات والأسهم

حشى مدة حديثة المهد كم تعمد الشركات، إلا ما ندر. إلى اتضاد معاولات جدية لنم الديريــن من التصرف بالخيارات والأسهم القيدــد المفوحة لهم مباشرة فور استحقاقها. لذلك فقد كان من الطبيعي أن يعمد الكثير مــن الديرين إلى التصرف بالخيارات وبيم ما يتصل بها من أسهم قبل دنو أجلها بوقت طويل⁷.

أظهرت دراسة عنيت بالخوارات طويقة الأجل المندة على عشر سندوات والمنوحة للمديرين بن 40 من الشركات الكبيرة أن قالك الخيارات قد تم استخدامها وسطها بعد مرور 5.8 سنة أروحال استخدامهم لتلك الخيارات بيبع المديرين أكثر من 900 من الأسهم الني ألك الههم أكروحتى قبل أن يتستى لهم بيع الخيارات والأسهم المستحقة يعمد المديرون غالباً إلى حماية تلك الخيارات والأسهم عبر زجها كلياً أو جزئهاً بلا معاملات تجارية من اللوع الذي لا يخلق بصورة مباشرة دخلاً مكلفاً شربيهاً ، وكليراً ما تكون الماملات غير مسجلة لدى هيشة الأوراق والأسواق المالية إس إي سيءً . وعلى سبيسل الخال ينجا المديرون في أغلب الأحيان إلى اعتساد التشايكات والقايضات حفاظاً على فرصتهم في الكسب المعتمل في حالة اوتفاع فهمة وأس المال⁶. وبالعليج فإن مثل تلك الماملات من شأنها أن تضمف الرابط الفعلي بين مكاسب الدير وفهمة وأس الثال المسهم مشطة بذلك حواضؤ الدير للسمي إلى تحسين قلك القهمة.

وبالإضافة إلى إعطاء الديرين حرية واسعة في التصرف بالخيارات والأسهم الستعقة. فقد فقلت الشركات أيضاً في الحد من استخدام الوسائيل والأتيات لثالية التي من شأنها إضماف الأثر المعنز للخيارات والأسهم التي لم يحن موعد استعقافها بعد أو حتى القضاء كلياً على ذلك الأثار. تقد كان مسموماً للمديرين يصورة عامدة أن يعصنوا نصيبهم من حقوق اللكهة عبر التشابكات والقايضات حتى قبل انتقال ملكهة تلك الحقوق 7 والواقع أن معالس الإدارة لم تكن تفكر في الشراط أي قبود على أساقها التصمين تلك في مفاوضاتها مع الديرين أن من يمعن النظر في نقطام ضريبة الدخل الفهدرالي الحالي يقع على العديد من الجوانب التي يعكن أن توقف على نحو فاعل للحد من جاذبها تحصين الخيارات تدييلات طفيفة في عسين الخيارات تدييلات طفيفة في النظارات تدييلات طفيفة في الأحكام الضربية كنياة بالقضاء على إغير أن الدابير الشملة لحديث المنافقة ويق جميع الأحوال يمكن الجزم بأن غياب الشروط الكفيلة بوضع عد لحرية للديرين في التسرف بعوافز الملكية القدمة لهم لم يكن مسوعاً على الإطلاق في تمافد فاتم على مطأل الذراع.

إذا كان الديسر بعلك أصلاً خيارات وأسهماً فقد يكون من البعدي أن تقدم له الشركة مزيداً من الخيبارات والأسهم بغية تقوية الرابط بين مصالحته الشخصية ومصالح معلة الأسهبم، لكن الغرب أن الشركات عند تقديم ثلك الخيارات والأسهبم الإضافية نادراً ما تلقشت إلى شرورة منع الدير من إيطال مفعول ظك الحوافز عبر يهج وصيده السابق من الأسهم، والتثبية نجد أن الديرين، عند حصولهم على خيارات جديدة، غانياً ما يسار عون إلى بيج الأسهم التي كانت أصلاً بلا جميتهم، وقد كشفت دراسة قام بها إيلي أوقك و ديليد يرماك أن الديرين بيهمون وسطياً ما يقارب 680 من الأسهم التي يملكونها أصلاً مقابل كل 1,000 من الأسهم <u>276</u> اچ يون أواه ____

القهدة الجديدة التي تقدمها لهم شركاتهم¹⁰. وعمليات البيع هذه تبطل إلى حد بعيد الأثر الإيجابي انذي نأمله الشركة من تقديم حوافز اللكية غديريها.

عميدت بعض الشيركات إلى اعتماد وبراميج أهيداف الملكية، التي تشجيم المديرين على افتضاء فيدر ممن من الأسهم أو تطلب منهم ذلك - وعبادة ما تحدد فهمة تلك الأسهم على أساس الراتب الذي يتقاضاه المدير ! أ. لكن أهداف الملكية التي اعتمدتها تلك البرامج غالباً ما كانت تميل إلى النواضع. ﴿ دراسة نتاولت 195 من الشركات، التي اعتمدت برامج أهداف الثلكية وجد جون كور و ديفيد لاركر أن 138 فقط من تلك الشركات قد أبدت الدرجة الكافية مين الشفافية لإشهار أمراف اللكية التي حردتها للديريها. فإنتك الشريحة من الشركات بلية وسعلى الحد الأدنس للملكية المطلوبة من الديسر أربعة أضعاف راتيبه الأساسي، وعلى الرغيم من أن ذلك الهدف قد يعطبي الانطباع بأنه يمثل قدراً لا يأس به من الأسهم وجزءاً مهماً من اجمالي تعويضات المدير ، فإن الأمر ليس كذلك البنة، إن الراتب الأساسي للمدير ، غالباً ما بيدو هزيلاً ضحلاً إذا ما قورن بالمناصر الأخبري التضمنة في رزمة التعويضات كالكاف أن والتعويضات القائمة على أساس اللكية وغيرها. وبالنتيجة ف إن هدف اللكية المطلوب تحقيقه بموجب وبرناميج أعداف الملكية، كثيراً ما نقل فيمشه عن فيمة تعويضات التدير بإذ المام الواحد. وفضلاً عن ذلك فقد تبين أن 23% فقط من إجمالي الشركات التي شملتها الدراسية والبالغ عددها 195 قد فرضت بالقمل شرطياً جزائهاً على الديرية حال تقصيره عن تحقيق ذلك الهدف. ﴿ كَثِيرِ مِنَ الحالاتِ لِم تَكُنَ الأهدافِ المُسوسِ عليها ﴿ ا برامج أهداف اللكية سوى أهداهاً طوعية غير ملزمة.

لإيضاح الضعف الصام الذي تعانيه منه براصح أهداف الملكية تلك دعوتا القي مزيداً من الضوء على حالة واحدة من الشركات التي تظهر وكأنها قد حددت لديرها العام هدفاً طعوحاً من حيث ما يترتب عليه اقتتاؤه من أسهم الشركة. تعرض أميريكان إكسبريس على مديريها امتلاك أسهم بقيمة تعادل أضعاف وواتههم الأسامية وتتراوح بين ثلاثة أضعاف الراتب الأسامي في حالة الديرين ذوي المراتب الأدنى وعشرين ضعفاً في حالة الدير العام للشركة. باخ الراتب الأسامي للسيد هارية غولب، مدير عام أميريكان إكسبريس الذي تقاعد عنام 2000، نحو ا مليون 5 عن كل من الأعوام 1998 و 1909 و 12000. نظام أصداف اللكهة الذي تعتده الشركة قد فرض على السيد غولب امتلاك أسهم بقيمة تقارب 20 ملوين 5- وهي فيمة تبدو كبيرة حقاً . غير أن الراتب الأساسي الذي تقاصاء السيد غولب عن المام 2000 ثم يشكل سوى 4 باللة فقط من إجمالي تعويضاته التي بلغت نصو 25 مليـين 5. والأصـم من ذلك أنه قد تقى أكثر من 130 مليـين 5 على شكل تعويضات مختلفة أثلباء المدة المشدة مس 1993 إلى 1000، ومكنا فإن عنف اللكهــة الذي كان على السيد غولب تحقيقة بلة المام 2000، لم يكن يعادل بلا قيمته سوى 16 بالمثة من إجمالي التعويضات الني حصل عليها بصفته مديراً عاماً للشركة.

وفضاً عن ذلك فإن أميريكان إكسريس. شأنها شأن الكلير من المركات الأشرى تسمح لديريها باحتساب جزء من فهمة الخيارات والأسهم القيدة التي لم تنقل ملكيتها
إلهم بعد به سمهم إلى بلوغ أهداف المكهة المطلوبة مقهم، يحق لديرين أميريكان إكسريس
احتساب 50 بالشة من فهيسة خياراتهم غهر الستحقة، وكذلك أيضاً 50 بالثة من القهمة
الراهضة لأسهمهم المقيدة وفق سمر السوق 14. وقا كان الديبرون بطبيعة الحال لا يملكون
حريمة مع الخيارات والأسهم المقيدة غير المنتحقة فيان هدف الملكية المطالبين بتحقيقه لا
يفرض في تواية الملاف إلا تتبيداً إصافياً مثنيفاً على حرياتهم في التصوف بحواهز الملكية
المقدمة لهم، المناف إلا تتبيداً إصافياً مثنيفاً على حرياتهم في التصوف بحواهز الملكية

بالفظر إلى ضرورة مراعاة احتياجات الدير الاستهلاكية والاستثمارية قد يكون مسوغاً أن يسترك التماشد المجدي للمدير فسحة مس حرية التصوف بجزء مس حوافز الملكية قبل انتخصاء عهده ومفادرته الشركة. غير أن ذلك لا يغير من حقيقة أن منطق التماقد على مطال الدفراع يشق عليه أن يقدم تقسيراً مقنماً لما نراء على أرض الواضع من فهاب شيه كلس نكل أشكال التقييد فيما يخصس حرية النصرف بالخهارات والأسهم المستمقة، وحرية تحصين الخهارات والأسهم القيدة غير المستحقية، وكذلك أيضاً حرية بهع الرصيد القائم من الخهارات والأسهم عند تلقي رزمة جديدة من حوافز الكية.

وبالقابل طبان غياب القيود عن حرية التصيرف بعواقز اللكهة يسهيل تصيره ضمن إطبار سهناريو سلطة الديرين. إن الحرية الواسمة لة التصرف بالمواقز عهر اليهم الهكر للغيارات والأسهام من شأتها أن تمقش للمديرين مكاسب مستورة من حيث الرونة بلا توطيف الأموال: والتكاتبف التي يتمثلها حملة الأسهم من جدرًاء تراجع مستوى الموافز ضادراً ما تطفو على السطع. وفضلاً عن ذلك فإن تصرف المديرين بحوافزهم يخلق بدوره مسوضاً مقنماً تتقديم رزمة جديدة من الغيارات والأسهم المقيدة من أجل ترميم ما تهدم من الموافز، وهذه الملجة المتجددة إلى تقديم مزيد من الخيارات والأسهم المقيدة، وإن كانت تخلق زيادة كبيرة بلا حجم الأعباء المالية المترتبة على حملة الأسهم، فهي بالقابل

لله أعقى الوضائح الشركات التي توالت منذ السام 2001، وعلى ضوء مها نتج عن تلك التضائح من موجه سنعه بين صفوف السهسين، فإن مجالس ادراة الشمركات الد أخذت شوجه نحو فرصل فيود جديدة على حرية الديويين في التصرف بعوافيز اللكهة ألما عند التسوم بالتزايد (على الرغم من الشركات النبي تقوض على مديويها شرط اللكهة أخذ اليبوم بالتزايد (على الرغم من شرط اللكهة أخذ اليبوم بالتزايد (على الرغم من شرط اللكهة هذا لا يمثل بالضوورة شرطاً فاعلاً كما رأيضًا في مثال أميويكان إكسبوبيس). بعض مجالس الإدراة يتجه إلى فرض شرط الاحتفاظ بالأسهم — أي أن المجلس يشترط على الميروة مباشرة أو عبر استخدام النبيات التي يعصل عليها بصورة من الشركة سواء مديرها من يع الأسهم التي يحصل عليها باستخدام الخيارات القدمة له (باستثناء حالات خاصة قتلق بتنطية بعض الأعباء المالية المحددة) فيل أنتضاء 90 يوماً على موعد رحياه عن الشركة ألى أولكن إلى أن باغ المنسف الخارجي حداً كيراً نفق يمجالس الإدارة إلى وضع عن الشركة التصرف بحوافز اللكية أمضى الديوون ردحاً من الزمن متنتمن يعربة واسعة في التصرف بحوافز اللكية أمضى الديرون ردحاً من الزمن متنتمن يعربة واسعة في التصرف بحوافز اللكية أمضى الديرون ردحاً من الزمن متنتمن اليوم بلا وضم فيود طاعلة تمد بوضوح من حرية الديرين بلا التسرف بحوافز من مربة الديرين بلا التسرف بحوافز من حربة الديرين بلا التسرف بحوافز من مربة التصرف بحوافز من من حربة التصرف بحوافز من مربة التصرف بحوافز من حربة الديرين بلا التسرف بحوافز من مربة الديرين بلا التسرف بحوافز من مربة التصرف بحوافز من حربة التصرف بحوافز من حربة التسرف المنازية التحافرة من مربة واستحداد المعافرة المعافرة المعافرة المعافرة التحافرة المعافرة المعافرة

حرية الديرين الخنيار توفيت البيم

إذا ما قبلنا بأن التماقد التجري قد يجيز للمديرين بيع قدر ممين من الغيارات والأسهم في مراحلية ممينية من زمن المقد: فيإن ذلك لا يعني بالضرورة أن تكبون لهم حرية التمكم بالتوفيت الدفيق لعملية البيع. غير أن عقود تعويضات الدبورين غالباً ما تعطي مؤلاء حرية واسمة فسمع فهم باختيار لمحظة البيع كما يشاؤين. وعندما تشرك للمدير حرية التمكم بتوفيت البيع فإنـه سيكون فادراً على تمثيق أرباح إضافية على حساب حملة الأسهم عبر استثسار المعلومات المعرفة التي تصله من داخل الشرائدة. وعلى سبيل المثال فإن بعشدور الدير أن يسارع إلى بيع أسهمه إذا ما علم من مصادره الداخلية أن السعر الراهن أعلى من القيمة الحقيقية وأنه مرشح للانتفاض.

بموجب قوانين سوق الأوراق للأنه الأمريكية لا يحق للمديرين التأجرة بهادة، الملومات السرية التي يطلمون عليها بحكم مواضهم يقالاشركات التي يديرونها. غير أن تلك التوانين السرية التي يطلمون عليها بحكم مواضهم يقالا تمني من معلومات خاصة بهدف تحقيق مزيد من الأرساح عند تداولهم بأسهم شركاتهم أن المقدور الديريان أن يقوموا بتجميع مختلف الأرساح عند تداولهم بأسهم شركاتهم ألى بعض، وحتى إذا خلت تلك المطومات من أي معلومة جزئهة تعتم بأهمية ملموسة تعطيها صفة «المادة من منظور القانس، فإن معرفة الدير بجمهم تلك المطومات وعلاقتها ببعضها تسمع لله بتكوين صورة أكثر شعولية ووضوحاً عن حقيقة الوضع الرامن للشركة.

وبالإضافة إلى ذلك فإن مهنة الأوراق والأسواق المالية إس إي سي، والمسؤولة من تطبيق القوانين الناظمة لند اولات طواقم العمل والإدارة بأسهم الشركات التي يعملون لمسالمها. لا أن ثلاث الاحتى التي معدودة ومتواضعة على تطبيق نلك التوانين، وبذلك فإن ثلك الهيئة لا يسمها أن ثلاث من إلا الحالات السهلة التي يسهل فيها الوصول إلى الحقيقة – وهي حالات تتضمن في المسادة نبداولات بقيم الافتية في نسخامتها قام بها مديدون قبل أيام قليلية من الإعلان على نقط والتي المعارفة في بعقد دور الكثيرين المحين تطورات مهمة لها أثرها على قبعة أسهم الشركة. وبالنابجة فإن بعقد ور الكثيرين على مين المديويين على مين الملاحقة التأنية التي تشور إلى فدرة الديرين على شعبير المقبقة الثابئة التي تشير إلى فدرة الديرين على شعبير العقبقة الثابئة التي تشير إلى فدرة الديرين على شعبير العقبقة الثابئة التي تشير إلى فدرة الديرين على شعبير العقبقة ورباح مصدل الأرباح في السوق - في تداوتهم المهم شركاتهم الله.

إن حجم الأوباح التي يعنهها الديرون في تداولهم بأسهم الرشر كات التي يديرونها بمكس خطورة ما يملكون من معلومات سرية عن أوضاع شركانهم. ولا يتمثق البنة بأدائهم في ادارة تلك الشركات. ومن غير النعظتي الاعتشاد بأن إنامة المجال أمام الديرين لتعقيق مكاسب من هذا النوح قد يمثل واحداً من السبل الفاعلة الكافأتهم على حسن الأداء. ومن الطبيعي أن الرحجاف على مطال الدواع قد يتبح للمدير إمكانية مع قدر معين من الأسهم في العام لأسباب تعلق باحتهاجاته من حيث السبولة والرونة الاستثمارية - لكن هذا لا يعني بالضرورة أن تترك للمدير حرية اختيار التوقيت الدفيق لعملية البيع. وبالتهاية فإن معظم الاحتياجات بالإمكان وضع العديد من القيود المطلقة على توقيت عملية البيع دون الإضراء بقدرة الدير . إن على الإيفاء باحتهاجاته الشروعة من حيث السيولة أو الرونة بها توطيف أمواله.

أحد السينار يوهات المكلة يكون باشتراط أن يتم بيع الأسهم على نحو تدريجي على امتداد محددة ووفل خطة (منية يتم الاتفاق عليها سفناً. طالدير عندما يبيع أسهده ضمن خطة (منية يتم الاتفاق عليها سفناً. طالدير عندما يبيع أسهده ضمن خطة (منية يتم الاتفاق عليها سفناً. طالدير عندما يبيع أسهده ضمن خطة السهدة أن ومنال المراح الأولاد من الشركة بتلك السيناريو وما يحمله بين طياته من مكاسب كامنة لمعلة الأسهم - على أن الأمر في يدم على هذه العال إلا فيضع سنوات فقط: في السام 2000 لينست عبشة الأوراق والأسواق الثالية إس إي سي القاندين \$100 الذي يقدم لللدوريين الذين قد وقدوا عشوداً تتضمن خطة زمنية قليهم ملاداً أمضاً يحميهم من الساء للاطانونية المعلى بطلا المل بطلا الخفاق بناء على معلومات سرية حصلوا عليها للاكتران الفانونية تقصم عملامة المعن داخل الشري واحت الوكالات الفانونية تقصم عملامها الشركات الفانونية تقصم عملامها الشركات الفانونية تقصم عملامها الشركات الفانونية تقصم عملامها الشركات الشانونية متفق عليها سفناً بكور كانت الحركان عدورية بالمهم وفق خطة زمنية متفق عليها سفناً بكور كان عدورياً.

هنائيف أيضاً حل بديل كان أحد موافي الكتاب قد افترجه بلا عمل سابق. وهو يقضي بدأن يشترط على المير إشهار رفيته بلا البيج فيل مدة من الارمن ²². عند الالتزام يمنزلا هـذا الشرط فيان إعلان المير عن رفيته بلا بيج قدر من الأسهم يتماوز الأألوف يلا فيمته سهكون بمثابة مؤشر قدوي يشير إلى احتمال أن يكون قرار الدير مينهاً على مطومات سرية تشهر إلى إمكانية حدوث تطورات سفية يلا الشركة. وهذا من شأته أن يؤثر سفياً على سمر أسهم الشركة ويضمف بالنفيجة من قدرة الدير على تحقيق المكاسب الإضافية عبر الانجار بعطومات سرية عن الشركة.

لم تسميم إلا بشركة واحدة -شركة إمهريتريد- قد فرضيت على مديريها بالفيل شرط الإعملان قبلًا عن نبعة البيع - والواقع أنها قد اضطرت إلى تطبيق ذلك لدة فصيرة هفط وكنتيجية معاشير فالحالة سخط شديد سيادت أوساط السعميين (2) في أواثل شهر شياطار فيرايس 1999 قام عشرة مين الماملين للأشركة إميريتريد وواحد مين أفرماء أحد عنامير طاقيم العميلية الشركة ببيع عشيرات الآلاف من أيبهم الشركة لدى ومسول سعر الأسهم إلى ذروته ولح اللحظية الأخيرة قبل تعرضه لهبوط عنيف مقاجل الحاذلك الحان كان على الديريين، بموجب الفقرة 66 (ه) من فاتون الأوراق الثانية الصيادر عام 1934 . أن يملنوا من تداولاتهم بأسهم الشركة في الماشر من الشهر الذي يلس حدوثها. وفي شهر أذار/مارس. عضب انكشاف أمر صفقة البيسع التي قام بها أشخاص من داخيل طاقم شركة إميريتريد. شارت موجة غضب عارمة فإ أوساط السهمين. بعد ذلك بيضعة أيام، وبهدف تهدئة ثورة الغضب بن صفوف السهمين، أعلنت الشركة أنها ستشيرط في السطيل من جميم أفر اد طاقمها الإشهار حلفاً عن أي عملية بيع ينوون انقيام بها، وسيكون على الديرين أن يصبر حوا سلفاً عن عدد الأسهم التي يخططون تبيعها. وقد أوضح ذلك رئيس مجلس إدارة إميريتريد قائلًا: • أعتقد بأن اعتماد سياسة تضمن (الحملة الأسهم) العلم السابق برغبة أفراد طاقم العميل في بهم أسهم وأس مال الشركة هيو بيساطة الإجراء البيليم الذي علينا أن نتهم به.. لكنءة أنءمر بعض الوقت حتى قامت إمهريتريد بإلغاء المعل بثلك البيهائية بكل هدوء وكأن شيئاً لم يكن. وبها الواقع فإنهّا لم نسمع حتى بحالة واحدة اضطر فهها بعض أفراد طاقم إميريتريد إلى التصريح سلفاً عن عملية بيع ينوي القيام بها.

الأسبومين أو الثلاثة أسابيع التي علي مواهيد تحرير الأرباح النصلية. لكن معظم الشركات لم نشباً أن تضبع مثل علك القهود إلا يصد أن هام الكونترس أشاء شابئينسات القرن الناشي بسن قوانين الانتجاز الخاصة يطولهم عمل الشركات، التي جملت الشركات عرضة للمساطة الشائينية في حال عدم التخاصة بالشائية المشاطة الشائينية في حال عدم التضاف التراسية المشاؤمة لتموه التي التراسية والثانية والوقع أن الشركات في معلولتها بالاتجاز بالأسهم إنما كانت عدف إلى الشركات في المتحاولة عنها من داخل الشركات في المشاؤلة التحاولة والمتحاولة التحاولة والمتحاولة التحاولة والمدافقة المتحاولة المتحاولة المتحاولة المتحاولة المتحاولة التحاولة والمدافقة التحاولة والمدافقة المتحاولة المتحاولة والمدافقة بطوائم الشركات من فيل بعض موظفها بالذي ينهم فعالاً في منع الديرين من تحقيق الأرباع غير المشاؤلة المتحاولة على المتحاولة المتحاولة المتحاولة المتحاولة المتحاولة والمدافقة المدافقة المدافقة المتحاولة والمدافقة والمدافقة المدافقة المتحاولة والمدافقة المدافقة ا

وقت قدمت لنا السفوات الأخيرة أمثاه بالغة الوضوع الديريين تمكنوا من تحقيق أوباح كهيرة عبر استثمار مواقعهم الني ضمع لهم بالاوصول إلى معلومات سرية مهمة. في تحقيق تقاولت فهه 25 من كبرى الشركات السهسة العامة الأمريكية التي تعرضت للإهلاس فيا المدة المشدة بين كانون ثاني /يقايس 2001 و أب/أغسطس 2002، وجعت فايننشل تابعز أن مديري تلك الشركات قد باعوا ما فهمته لا ملهارات لا من اسهم شركانهم أشاء المدة المشدة بين العام 1999، والعام 2001، التي شهدت هبوطاً مطرداً في فيمة أسهم الشركات من 201 مليارة إلى الصفر ³⁸، وعلى سبيل المثال فإن غماري ويقيك، الدير السام لشركة غلوبال كروسينت. قد بهام ما فهمته أكثر من 700 عليون لا من أسهم الشركة في المستة التي سبشت مقراريد في عائد لت البير⁸⁹.

كذلك فإن مثالك أيضاً الكثير من الأمثلة لمعايات بيع ضغمة سبقت مالات هبوط عنيف في قهمة رأس المال في شركات لم تنته بها الحال إلى إشهار الإفلاس. منالك دراسة نشرتها مجلة فورشن به أيلول/سبتمبر 2002 سلطت الضوء على صفقات الاتبجار بأسهم الشركات العاملة التي قام بها مديرون تنفيذيون به تلك الأسركات وتجاوز حجم النداول به الواحدة منها العاملة التي قام بها مديرون تنفيذيون به تلك الأسركات وتجاوز حجم النداول به الواحدة وقد أدرجت الدراسة أسماء تلك الشركات مرتبة تبعاً لتهمة مبيمات الديرين، به الشركات الخمس والعشوين التي تصدرت القائمة باع 606 مديراً ما بافت قيمته الإجمالية 23 مليار ؟ من أسهم شركاتهم قبيل انهيار أسمار أسهم تلك الشركات. احتلت كويست كويميونيكيشس موقع الصدارة؛ إذ يباع مديرون عاملون به تلك الشركة أسهما بقيمة تبحاوزت ملياري؟ بينما كانت الشركة ماتبة بها المؤتي تا بالمؤتي المؤتين المؤتين منهاء بينما كانت الشركة ماتبة الأخوبة في المؤتين المؤتين وجهرة مسجلة المؤتين لا يتنا شداحة عن حالة شركة كويست بعض من كبار موظفي شركة جي دي إس يونيفيز وكبار المهمين عن حالة شركة كويست، بعض من كبار موظفي شركة جي دي إس يونيفيز وكبار المهمين السيطريين فهما باعوا ما فاريت قيمته علياري؟ من أسهم شركتهم مع البوادر الأولى الانهيار فيمة أسهم الشركة عناصر من طاقع شركة بها أو إل تنابي يوورنر باعوا ما فيمته 2. من أسهم شركتهم مع البوادر الأولى . 1. عليارة ال

تسين الدراسات أن الأمقاه السابقة لا نمش حيالات فردية بلندر ما تمثل نموذ بها منيوبياً منهبياً لوضع طويل الأمد فابل للتعبيم. كشفت واحدة من الدراسات الحديثة عن أن مديري الشمر كات العامة الصغيرة غالباً ما يستخد منون خياراتهم ويهيمون ما يتصل بها من أسهم قبل لراجح سعر تلك الأسهم إلى ما دون سعوها الوسطي في السوق بعدة وجيزة ⁸³. ويبتت خراسة أخسري أن عناصر طواقم الشركات بيبسون عموماً اللعد الأكبر من الأسهم خيل هيدوط عائدات شركاتهم الأحلال بيبسون عموماً اللعد الأكبر من الأسهم خيل في طواقم عمل الشركات يعمدون في كنير من الأحوال إلى التلاعب بالمائدات بهدف تأخير طورا المجز مدة فسيرة يستغونها ليم أسهمهم باسمار مر تقمة 14.

وعلس الرغم من أن حرية المديرين الواسعة بلا تحقيق مثل للله الأرباح يصب تقسيرها مسن منظمور المساومية على مطال السفراج. إلا أنها لا تمثل لشرأ أعلى الإطبلاق إذا ما تطرفا إلهها من منطور سلطة المبرين. تلك الأرباح التي يعنيها المبرون عبر الاتجار القائم على استثمار ممنور سلطة المبرين. تلك الأرباح التي يعنيها المبرون عبر الاتجار القائم على حساب حملة الأسهم المادين. تمثل دخلاً إمسافياً المديرين غالباً ما يقتل خافياً عن أمين حملة الأسهم الأن الأعباء المالية المترتبة على ذلك لا تظهر يلا أي من قوائم الماسية أو جداول التعويضات التي تنشرها الشركة بصورة دورية. هذا النوع من الأرباح غائباً ما يتم إخفاؤه تحت مضتك أشكال الأقتمة باستثماء بعض الحالات الخاصة التي أثارت ضجة كبيرة بعد انكشاف ميهمات ضغخة من الأرباح غائباً ما يتم إخفاف ميهمات

بالفظائر الى مصلحة الديرين في إخفاء هذا القوومن التداولات يتضع أنه ليس بالفريب أن تعبيد شيركات كثيرة إلى الاستفادة من بنيد فاغانهن الأوراق النالبية يتبع للشركة سرية تأخير الإعلان عن تداولات طافعها لدة تصل إلى عام كامل. وألا تكف الشركات عن استثمار ذلك البند إلا بصدور فانون سارينس – أوكسلي الذي أغلق عليها هذا التفذية العام 2002. قبيل دخيول هذه الإصلاحات القانونية حييز التقفيد كانت الفقيرة 6 ((a) من قانون الأوراق المالية للمام 1934 تقرض على الديرين عموماً إشهار تداولاتهم أمام هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي من بإذ الماشر من الشهر الذي يلي حدوث تلك التداولات. بإذ قال ذلك النظام عمدت شركات كثيرة إلى إضباح الجال. بل وتمهيد الطريق. أمام مديريها للجوء إلى أشكال أخرى من التداولات مكافئة التصادياً لعطية البيع لكنها نسمح بالقابل بالاقتفاف على واجب الإشهار اللاحق لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية. ومن أمثلة نتك التداولات استخدام أسهم الشركة ببدلاً عن النقد كوسيلة لنصديد الفروض التي تقدمهما الشركات الدبريها، فبالرغم مـن أن استخدام الأسهم بدلاً عن النقد بكافئ تماماً من الناحية الاقتصادية قيام الديرين ببيه تلك الأسهم إلى السهمين. فإن هذا النوع من النداولات ليس مشمولاً بأحكام الفقرة 6)(ه) ولا يوجب الإشهار لدى هيئة الأوراق والأسواق الثالية في العاشر من الشهر الذي يلى حدوثه، وكبديهل عن ذلك يجب على الشركات إشهار هذا النوع من التداولات أشاء مدة أقصاما اليوم الخامس والأربعين على انتهاء السنة المالية للشركة ³⁵.

تشهر الدلائل إلى أن قهام الديرين بيبع الأسهم عكسياً إلى الشركة يعقبه عادة تراجع بلا فهمة رأس مال الشركة يفوق يوضوح وسطي العائدات السائية لرأس القال على مدى العام أو المامين التاليين¹⁴. وهذا يتفق تعاماً مع الفرضية التي تقول: إن الديرين الذين أهما يبهمون بناء على معرفتهم بحدوث تطبورات سلبية في الشركة سيسمون بطبيعة الحال[الي إفقاء عطيمة البهم عبير اللجوء إلى تداولات مستورة من هذا القبيل. كانت شركة تايكو واحدة من الشركات التي سعد تديريها باستخدام الأسهم كوسيلة لتسديد القروش بهدف إخفاء سيهمه الأسهم المتركة. قام دينيس كوزلوضيكي، مدير عام شركة تايكو، و مارك سوارتز. مديرها المثاني، ببهم ما فهمته 105 ملهون 3 من الأسهم إلى الشركة ذاتها في أواخر العام و 2000 وأشاء العام 2001. قبل أن يفتضع أسر التجاوزات العاسبية الفادحة التي ترتكبتها الشركة ويهسط سعر أسهم تايكو إلى الحضيض، والجدير بالذكر أن عملية البهم المكسي للأسهم إلى الشركة قد جرت به وقت كانت فيه كوزلوضيكي لا يعل الإعلان عن حوصه على الشعمة الني نادراً ما اضطر إلى التغريطة شيء مقها?³.

ينظرة استباطرة نبد أن أحكام فانون سارينس - أوكسلي 2002 المسارمة بشأن بشهار
تداولات طوافهم الشركات سوف تسمى إلى تقليمى قدرة الشركات على إفساح البيال
أسام مديريها لتحقيق الأرباح عبر الانبسار بما يقمون عليه من مطومات سرية حول أوضاح
أسام مديريها لتحقيق الأرباح عبر الانبسار بما يقمون عليه من مطومات سرية حول أوضاح
شركاتهم، يغرض فانسون سارينس - أوكسنى على المديرين مواضاة هيئة الأوراق والأسواق
المالية إلس إلى سي يقرير عسن أي عملية اتجار بأسهم شركاتهم قبل انتضماه بوم العمل
المالية إلى إس إلى سي يلا ملفات إلكترونية ووضع نسخة منها على الموقع الإكتروني للشركة
المرسلة إلى إس إلى سي يلا ملفات إلكترونية ووضع نسخة منها على الموقع الإكتروني للشركة
على شبكة الإنترنت إلا غطفات إلكترونية ووضع نسخة منها على الموقع الإكتروني للشركة
التداول مثيرة للشبهات، بسبب ضخامة فيمتها أو لأي سيب آخر ، فإن السوق سوف تخصى
مال تلك التشركة . وهذه الألهة بلا ضبيط سعر أسهم الشركة من شأتها أن تقلص بدورها
حجم الأرباح التي يمكن للمدورين أن يحققوها إلا أي عملية بيح لاحقة. وكان بالقابل فإن
بمشدور الديرين، إذا ما علموا بتطورات سليبة شد تصمف بالشركة من شأتهيا أن يهمؤوا على بيح ما
بريدون بيمه من الأسهم أثناء يوم واحد أو يومين متماقين، عندها فإن التغير الذي سيطرا
على بدولان الديرين الإلاثات الديرة الثركة المنازكة الدير ، سوف
على سعر الأسهم بلا الوقع الثالث ، بعد أن يكون السوق قد اطلع على تداولات الدير ، سوف

يأتس متأخراً ولن يكون له أي أثر علس الأزياح التي جناها اللديرون من اتجارهم بمطومات سوية عن أوضاع الشركة. ومن هنا فإن أحكام الإشهار الصارمة التي ينصى عليها هانون سارينسى – أوكسلي لن تضمن تقهمى أرباح الاتجار غير الشروع بالملومات السرية إلا إذا اخترت بتغييد حرية الديرين يلابع ما ير غبون بيمه من الأسهم قبل حلول الوعد القانوني لإشهار عملية البيع⁴⁰.

بيد أن امتمامنا الرئيس لا يتركز هنا على تقويم فدرة الديرين على الاستمرار به تحقيق الأرباح عبر الاتجار بمعلوماتهم السرية، وإنسا ينصب بالدرجة الأولى على تقويم ترتيبات تمويشات المديرين والمحكم فيما إذا كانت تلك الترتيبات تمكس بالقعل منطق التماقد على مطال الذراع، وبالتركيب تصديق أن مجالس إدارة الشير كان لم تبدل من تلقيا، فضهها أي جهد حقيقي من شأنه أن يسهم به الحد من فدرة الشيرين على الاستفادة من اختيار التوقيت الناسب والدقيق لمعلهة اليم، فمجالس الإدارة لم تقرض على الديرين الالزام بيم أسهمهم وفق جدول زمني متقق عليه سلفاً، ولا الالزام بالإحالات عن عملية اليم المورسة قبل حدوثها (أو حتى مباشرة بعد إتمامها). والواقع أن العديد من الشركات فد انتفات تدايير فاعلة من أجل تأخير إشهار تداولات طواقعها أطول عمدية معكنا.

مواقع شاذة

ناقضنا فيما تقدم كيف أن حريبة الديرين في استخدام الخيارات ويبع الأسهم قد فدمت لهــم مكاسب شخصية بينســا هشلت في معظم الأحوال في تعوية حوافز صـم على المعل لما فيه مصدمة حملة الأسهم. والواقع أن نلك الحرية قد خلفت لدى الديرين أيضاً حوافق شاذة أ⁴.

إن الديريسن الذين يتعتصون بصرية التصرف بالخيارات والأسهم مموضون للانسياق وراء دواقت غير فويمة تحدو بهم إلى العمل على تحقيق ارتفاع بلاسعر أسهم الشركة على الدى القريب وذلك عبر فهادة الشركة بلا أتجاهات تفضي إلى نجاحات قصيرة الأجل على حساب در اجع قيمة رأس مال الشركة على الدى البعيد. كما إنهم قد يسعون أيضاً إلى توريج مسورة مجمّلة مبالغ فيها لتجاهات الشركة على الدى النظور وكذلك أيضاً ليصاً لتطلبات وأمال الشركة على الدي البعيد. وفضلاً عن ذلك فإنهم قد يستشعرون دوافع لانفهار مشروعات القائمة. ذلك أن غيباب الاشفافية أقلل وضوحاً وشفافية أو للعد من شفافية الشروعات القائمة. ذلك أن غيباب الاشفافية يمكنهم من تحقيق مزيد من الفائدة بإذاستثمار حريتهم بإذا التصوف سربهاً بما يملكونه من أسهم عندما تحين الفرصة الناسبة. والأعياء المالهة التي تلمى بعطة الأسهم من جراً من تله السياسات المشوهة قد تتجاوز إلى حد بعيد حجم مختلف المكاسب (القدية والمينية) التي يمكن أن يعصل عليها الديرون بغضل حريتهم بإذ التصوف بما يملكون من خيارات وأسهم كما يشاؤون.

عناليك اليوم كم متزايد من أعمال البحث التجريبي التي ندعه وجهة النظر التي تقول إن إعطاء الديرين حرية واسعة بلا التصرف بالتنهارات والأسهم قد خلق لديهم مواقع غير موضوب بها لا تصب بلا مصلحة الشركة. تشير تناثيج الدديد من الدراسات إلى أن الديرين الذين ترتبط تعويضاتهم بأسمار الأسهم ارتباطاً أكثر صواحة هم الأأكثر ميلاً إلى التلاعب بهيائك الأرباح 4⁴²، كذلك فإن الدلاق التجريبية تشير أيضاً إلى أن الديرين كثيراً ما يتورطون بلا أعمال الغش وتزوير الأرباع بعدف بعما يملكون من أسهم يسعر أعش.

وجد مهدود بينيش أن مديري الشركات التي سجلت فيها حالات مبائلة بها تتمير الأرباع شد باعدا أسهمهم بأسمار مر تقعة قبل أن تنكشف الأخطاء الرتكية بها حسابات الأرباع ويعسار إلى تصحيحها ⁶⁹. كذلك فقد وجد سكوت سامرس وجون سويني أن الشركات التي ارتكبت فيها أخطاء متعددة بها حسابات العوائد بدافع القشي تشرك جميمها بارتفاع الافت به مصدل المبعات التي قام بهنا طواقتها – مقاساً بعدد التداولات، أو عدد الأسهم البيعة، أو الفيمة النقعية فلأسهم المبيعة أحقى شيخ جونسن و علاوي وبيان و بسونغ نيان وجدوا أن مديري الشركات التي ارتكبت أعمال غش وتزوير قد استخدموا وسطها نسباً من خهار اتهم الستحقة تقوق بوضوح النسبة الوسطية للخيارات المستقدمة من قبل الديرين الأخرين أ³⁴. هذا النسبج من الدلائل بين بوضوح أن الشكلة الحقيقية التي تشيخ تلك الدوافع الشاذة نحو ارتكاب أعمال الغش والتزوير لا تكمن به مسانة امتلاك للديرين للخيارات والأسهم بعد دائها، وإنما به إعطائهم حربة واسعة للتصرف سريعا ودون سابق إنذار بتلك الخيارات والأسهم. وأخيراً فيأن هذاك دلائل على أن حرية الديرين بها التصريف بما يملكون من أسهم قد الحرزت لديهم الحافز على الباع سياسات مالية من شأنها أن تغنض من فيمة وأس الثال المسهم وتضر بمسلمة السهمين. سيرل إريكسون و ميشيل هانلون و إدوارد ميديو فاموا بإجراء دراسة حدول الشركات التي اسطرت إلى تدفيق وتصحيح بياناتها المالية على ضوء ملاحظات هيئة الأوراق والأسواق المالية إس إي سهي حول وجود حالات غشيلا الحسابات وذلك أشاء للدا من 1996 إلى 2002. وقد وجد هؤلاء أن قلك الشركات قد دفعت مجتمعة ضرائب إضافية تقوق بمقدار 250 مليون \$ حجم التزاماتهم الضريبية الحقيقية – فقط لأن مديسري قلك الشركات قد تصدوا تضغيم المواند بقيمة إجمالهم بلت 36. مليار \$. الأمر الذي إلى 136.

مستديلاً سوف يسهم فانون سارينس - أوكسلي على نحو فاعل في تقييس حجم حوافز
المديريين نحو تحقيق زيادات قصيرة الأجل في أسعار أسهم شركاتهم. فضلاً عن دوره في
زيادة صموبة الثلاعب في التقارير والبيانات المائية، يعمل هذا القائدين أيضاً على الحد
من قدوة الديرين على تحقيق أرباح حقيقية عبر معاولات انثلاعب تلك. بموجب قانون
سارينس - أوكسلي يجب على المدير المام وكذلك أيضاً على المدير المائي تلشركة التي يطلب
منها تصحيح بياناتها المائية ضمن ظروف معينة أن يعبدا إلى حساب الشركة جميم ما قد
حصلا عليه أشاه الانتي عشر شهراً الثانية لتاريخ النوثيل الإكتروني للبيان المائي المقلوط
من مكافأت أو حوافيز أخرى أو تعويضات على أساس حقوق المائية، وكذليك أيضاً جميع
منا هو أن مجالس أدارة الشركات لم يسبق أن حاولت قرض شروط كهذه من ظالم نشها.
مناهم أن يعتقد الاره بأن التماقد على مطال الشراع يقضي بألا يشرك مجالس الإدارة
للمدير الفرصة لتحقيق أي مكاسب من ارتفاع قصير الأجل في سعر الأسهم ولا سهما إذا ما
للمدير الفرصة لتحقيق أي مكاسب من ارتفاع قصير الأجل في سعر الأسهم ولا سهما إذا ما
لابيان أن ذلك الارتفاع قد نتي عن بهانات مالية منفوطة.

الرابع

الجزء

نظرة

إلى الأمام



15) تطوير تعويضات المديرين

إحدى كبرى مشكلات البلاد اليوم، التي مازالت حتى الأن عون حل، هي مسألة كمويضات الديرين وألية تحديد ثلك الكمويضات.

رليس إس إي سي، وثيام مونالنسون. 2003

الترتيبات الحالية لتعويضات الديرين تشدّ بوضيوح، كما رأينا فيما تقدم، عما يتنضيه التعاليبات ما أوردناه من التعاليب على معالي تنظيم التعاليبات ما أوردناه من التعاليبات الدراسة، والتعاليبات المطلب، والتحكم الفاعل، فيما يتعلق بتعويضات الدياسة والتعلق بتعويضات الديريس على وجه الخصوصي - وحوكمة الشركات على نحو أكثر عمومية، ما الذي يمكن لفضله من أجل تعلور تعويضات الديريس وحض مجالس إدارة الشركات على خدمة مصالح المسهمين؟

عليات أن توضع منذ البداية أن الهدف الرئيس الذي يسمى إليه هذا الكتاب لا يكمن لها تصديم خطة إصلاح تفصيلية. إنما تتجسد غايتنا بالدرجة الأولى له تطوير فهم جديد خا علق بتعويضات الديرين من مشكلات وعقبات. غير أننا توديغ الفصيلين الختامين من هذا الكتاب أن تستعرض بعضاً من أهم الآثار العلهة قا أوردنا لها الفصول السابقة من تحليل.

إن مشكلات تعويضات الديرين إنما تثبثق بنظرنا عن مشكلة جذرية على صعيد حوكمة الشهر كات، إن العوامل التي تدهيج مجلس الإدارة إلى الحرص على تعظيم قيمة رأس المال السهم لا تملك الهيوم من القوة ما يسمع لها عموماً بالتضوق على مختلف العوامل الأخرى التي تدفع بأعضاء المجلس إلى محاباة زملائهم الديرين التفهذيين. من هذا فإن مشكلات تعويضات الديرين لا يمكن أن تمل على نحو جداري إلا عبر تبني إصلاحات من شأنها أن _ أم دوذاء ____

تضيم مجالس الإدارة أمام رزمة جديدة من الحوافز والقيبود. سوف نفاقش هذا اللوم من الإسلاحات لا الفسل القادم. أما هنا فقود أن نيد أولاً باستعر امن يعض من وسائل العلاج الجزئية التي يمكن الاستعاقة بها بالعرجة الأولى لمالجة مسألة تعوضات الديرين.

الأجر غلى قدر الأداء

إن التمويضات المصممة بطاية من شأتها أن نزود الديريين بحواهز مجدية الاتصادياً تدفعهم إلى تعظيم قيمة وأس المال بما يخدم مصالح حملة الأسهم. ولكن يا للأسف هإن الوعبود المنتظرة من ترتيبات التمويضات الجديبة لم نفلج إلى الهدوم يلا التمول إلى واقع حقيضه، وحدري بالمستقربين يلا اختبارهم تمويضات الديرين أن ينظروا بمين الثاني إلى الارتهبات التي تمجز عن ربط الأجر بالأداء. وأن يشجعوا بالقابل الترتهبات التي تفلج يلا تحقيق نوازن إيجابي بين الأجر والأداء.

ما هي السياسات العملية التي ينبغي على المستثمرين دعمها؟ وما هي السياسة التي ينبغي عليهم ممارضتها؟ كما رأينا فهما تقدم من فصول الكتاب فإن الترفيبات السائدة فهما يغض تدويضات الديرين عاجزة عن أن تخلق لدى مؤلاء مواضر حقيقية مجدية الانصادية تدفع بهم إلى العصل على تعظيم قيمة رأس المال المسهم، إن الجزء من تعويضات الديرين الذي يتناسب حقاً مع أدائهم أصغر جداً مها يعتقد الكليرون هالقدر الأكبر من التدويضات. سواء التمويضات الفائمة على حقوق المكلية أو تلك الفائمة على غير حقوق الملكية. يقدم للمديرين مكاسب مستثلة تمامهاً عن أدائهم، الأمر الذي يساهم في قنيسط الموافز أو تشويهها، لقد تموضاً في المكاب إلى المديد من أرجه عجز الترتيبات الحالية عن تحقيق الفرض فلرجو منها ولمنا العديد من الجوانب التي تفتضي الإصلاح والتطوير، وإمماناً في الإيضاح دعونا نستمرض فيما يلي بعضاً من التغييرات الهمة التي يتبغي على المستدرين المعل على دعمها إذا ما أرادوا رطوح موية حوافز الديرين التن تحقيم على تحسن أدائهم.

تقليصان دور شار المسادف 5 ية برامج التعويضات القائمة على أساس حفوق اللكية . ينبضي على المستمرين أن يدعموا من برامسج التعويضات القائمة على أساس حقوق اللكية تلك النس تهتم بإجراء فلترة كليسة أو على الأقل جزئية للارتفاعات النسي تشهدها أسعار الأسهب بنصل تطور عام طرأ على السوق أو يقعل الحركة الطهيعية لعثل العمل المناسب. إن طلبترة تسار المسادفة تلك من شأتها أن تضمن تحقيق القدر ذاته سن الحوافز بكفة أهل أو بالأحسرى تحقيق قدر أكبر من الحوافز بالكلفة ذاتها. كذلك ينبغي على السنتدرين أن يدركوا أيضاً أن الانتقال إلى براسج التويضات القائمة على الأسهم القهدة. والذي من شأته أن يعطي عاصل للمسادفة دوراً أكبر من دوره بقاحالة الخيسارات التقليدية. لا يصب بالضرورة بلا مصلحة حبلة الأسهم.

هلى المستثمرين أن يمارسوا الشفط على مجالس الإدارة من أجل ثبني يرامج (كتلك التي فاقتشاصا به الفصسل 21 شمح بالتمكم بأسمار استخدام الخهارات بالشكل الذي يضمن طقرة أثار التطورات ذات الطابع العام على صميد السوق أو على صميد المعلل العتي، وبالحد الأدنى بمكن التمكم بأسمار استخدام الخيارات على نحو يضمن اختز ال مكاسب للديرين ممن ارتفاع أسمار الأسهم إلى مقدار زيادة ارتفاع أسمار أسهم شر كاتهم عن الارتفاع الذي سجلته أسهم الشركات الأضعف أداء على مستوى السوق أقفاء الدة ذاتها.

توضيق الرابط بين برامج الكاف أن الاستثنائية وبين الأداء لدى تقديم درجة ارتباط تعويضات المديرين بأدائهم بنبغي على المستغربين أن يعرضوا على التعقق جيداً مما إذا الكاف أن الاستثنائية التي تصرفها شركاتهم للمديرين مقترنة فساؤ بالأداء انتهيز، أم أن الأمر لا يتعدى الافتران بالاسم فقط، عليهم أن يتماملوا بعدر مع مجالس الإدارة التي تصرف للمديرين مكافك استثنائية عن أعمال عادية كمسأنة ضم واحدة من الشركات الأخرى وما إلى ذلك من الأعمال التقيدية التي ليس فيها ما يبرد تقديم أي موافز إشافها.

وكجيزه من الجهد الرامي إلى تقوية الرابط بين برامج الكافيات الاستثنائية والأداء. يثبغني على المستثمرين العمل على معارضة برامج الكافلات الاستثنائية التي تتضمن تتدويل مجالس الإدارة مزيداً من الصلاحيات لا شك أن الصلاحيات الإنسانية فيما يخمس سرف المكافيات الاستثنائية قد تكون عاملاً إيجابياً إذا ما وضعت في يد مجلس إدارة لا هم له إلا خدمة مصالح حملة الأسهم، تكنها بالمثال قد تمهل نتائج عكسهة إذا ما وضعت في يد الما وضعت في يد الا الما وضعت في يد التعلق والأسهم بالتضرورة مجلس إدارة بعمل وفق المابير السائدة اليوم التي لا تنطي عصالح حملة الأسهم بالتضرورة الأوروة التي تستحقها. تقييد. وضيحة التصرف بحواضرا الملكية، ينبقي على الستامرين السمي لتقييد حرية المديريس الواسعة في التصرف بما تقدمه لهم براضح التمويضات من حواضر فاقمة على حضوق الملكية. قد يكون من الفيد هنا شمان القصل بين استعقاق الخيارات من جهة واستخدام تلك الخيارات من جهة أخرى، فوجود مثل صدا الفصل بينسي أن الخهارات النبي انتظات ملكيتها وأصبحت ملكاً للمديرين (بمعنى أن الأسهم النصفة باستخدام تلك المنهارات قد أصبحت ملكاً للمديرين) سوف تبقى بلا أيدي أولك الديرين لمة من الزمن وسوف تستسر أشاء تلك المده بلا تزويدهم بحوافز ملموسة للعمل على نعظهم فهمة رأس المال المسهم، وللحيارلة مون التفاف المديرين على فهود التصرف بالخيارات بنبغي منمهم كلهاً من استفدام في من أساليب التحصين كالقابضات والتشايكات أو التداولات الثانوية النبومن شائها أن تقال من درجة تأثر مصالحهم الشخصية بما قد تصرض له أسعار أسهم الشركة من تقابات.

وبالإضافية إلى ذلك ينبغي أن يُعرض على الديرين -كما سبق أن الشترح أحد مؤلفي الكتاب قبل مدة من الزمن - حين تمتمهم بكامل مقوفهم يلا بيع أسهمهم شرفً ملز مّ يقضي بالإعلان سلفاً عن رغبتهم بالبيع. ويلا ذلك الإشهار السابق بجب على الدير تقديم معلومات تصميلية عن معلهة الاتجار المزمع إجراؤها، بما يلا ذلك مدد الأشهم المراد يسها أ. إن تقييد وتقطيم النصرف بمواضر اللكية من شأنه أن يقلمس شدرة الديرين على تمقيق الكاسب معن ارتفاع قصير الأجل يلا السعر لا يعكس مقبقة واقع الشركة على الدى اليميد، وأن يعد

تضيين أفاق السقوط اللطيف الأمن بلا حافة الإخضاق، بنبغي على المستثمرين الانتباء إلى مخاطير السياسيات والترتبيات التي تترك مامشاً لكافأة الديرين ملس إخفافاتهم. إن سياسيات من هذا التوع من شأنها أن تضعف دوافع العمل على تعظيم فهمة وأس الثال المسهم – وأن تنسف بذلك حوافز تعظيم التهية التي تعمل بعض العناصر الأخرى بلا رزمة التمويضيات على بنائها. كذلك هإن على المستثمرين أن يدفقوا عبداً بلا أمام أنهاه خدمة الديريسن التي قد تخين بن طباعها تمويضات سغية، علههم أن يتأكموا من أن أحكام العقد لا تفرض علههم دفع تمويضيات ضخمة لدير يغادر الشركة وقد خلف وراءه سجيلاً حافلاً بالإخفاقــات. كذلك ضيان على الستقمريس أن يمارضوا بصالاية ما بــات يمرف برزمة «مع السلامة» الذهبية الله يرين القادرين التي تتضمن عطاءات مجانية خارج نطاق التمويضات الستعقة النصوص علهها لخ الطف.

التدفيق به حجم التعويضات المنطلة من الأداد. ينبني على المستعرين العمل على تقدير الحجم التقريبي لمعمل ما تقدمه الشركة لديريها من تعويضات غير متعلقة بالأداد. وعليهم أن براعوا به ذلك مختلف الأشكال المسؤوة التعويضات المنطلة عن الأداد التي أتبضا على منافقتها به فصل سابق (كالكاسب التقاعدية على سييل المثال). وبعد الوصول إلى ضمة تقديرية لإجمالي التعويضات المستقلة عن الأداد ينبني البحث به إمكانهات تحسين ضمة دأس للال المسهم عبر تعزيز حساسية إجمالي التعويضات لمسؤى الأداد.

ومن الضروري أن يأضد الستثمرون في الصيان، لدى التعقيق في ترتيبات التعويضات التيوسطات التيوسطات التيوسطات التيوسطات التيوسطات الإدارة مدودهم الدائهة من جهة والحدود التي تحكم مهل مهلس الإدارة من جهة أضرى، وبالنظر إلى المواصل الكثيرة التي تعقع بأعضاء مجلس الإدارة الإدارة من جهة أخسرى، وبالنظر إلى المواصل الكثيرة التي تعقع بأعضاء لمستثمرون بوجوب تقابق خيارات مجلس الإدارة فهما يخص تعويضات الديرين مع الخيارات الأمثل وفق منظور حملة الأسهم أن يعاولوا الناأهر الأحساء أننسهم، وين إلى نتبيل حقهم طلا التحسوط العربضة لترتيبات وخطط التعويضات وأنهم مدعمون إلى ننبيل حقهم طلا الشركة وأنهم ليمواجه المواجهة مقبلة أنهم ينتقرون إلى للطوعات التصهيلية المتعلقة بممل الشركة وأنهم ليمواجه المواجهة مقبلة الإدارة التعربضات، يجب أن تتعاول هالكان الرويان المتضاربان مما على رسم الحدود التي ينبغي على المستثمرين الاز امها للإدارة على المستثمرين التقادم التكام الحيارات الإدارة على المتقدم المجلس الإدارة على المتأسل التقادم المجلس الإدارة المؤسل إلا التقادم ولئال أيضا لم التقادم ولئال الحيارات (إذا ما المتيارات الما المناس الإدارة المسالية التقادم ولئال أيضا لم التقادم ولئال أيضا لمها التقادم ولئال أيضا لم التقادم ولئال أيضا لها التقديم الأدرارة (إذا ما المهنمين الأدرارة).

تمزيز الشفافية

مسوف نيبن به الفصل القادم فسرورة إجراء إصلاحــات تؤدي إلى زيهادة نفوذ حملة الأسهم. لكن منا لا يعني على الإملاق أننا نعتير نفوذ حملة الأسهم الحالى معدوماً أو شبه مصموم. فالمسهمون لديهم الهوم فدرة على التأثير بلا سقت القرار . وهذه القمرة ثمثل دون أدنس شك واحداً من أهم أسباب الاهتصام الكبير الذي تحطى به موجات السخط التي قد تعصف بأوساط المسهمين من وقت لأخر . وكلما كانت ممرفة الأوساط العامة (خلاج حدود طاقعم الشركة) بأمكام ترقيبات التمويضات أكبر . كانت شوة موجة السخط أكبر وأعظم. ولذلك فإن زيادة شفافية فرثبات التمويضات تبكل نطوراً إيجابياً ومرغوباً.

إن خبيراه الاقتصاد المائي لم يولوا مسألة الشفافية الاعتمام السكلية لأنهم ركزوا يلا الفائب على أشر الانكشاف في تسهيل الوصيول إلى معلومات قد تؤثر على نعو أو بأخر في تحديد فيمة أسهم الشركة في السوق. فالكثيرون يعتمون أن الكشاف المعلومات قد ينمكس سلباً على أسمار الأسهم حال وقوع تلك المعلومات في أيدي بعض المعترفين من تجاز السوق. القادرين على تحليفها وتوظيفها لخدمة مصالحهم.

هيما يخص تعويضات الديرين هناك بطبيعة الحال درجة لا يأس بها من الانكشاف. فأحتكام هيشة الأوراق والأسواق المالية إسل إي سي نقرم الشركات. كما سيق أن أوضعنا ية قصل سابق، بإشهار جميع التماصيل المتعلقة بتعويضات المدير العام والمديرين الأربعة التاليين الذين يأتون بعده مباشرة من حيث حيم التعويضات التي يتناضونها. ² غير أن من المهم هنا من وجهة نظرنا أن نميز يوضوح بين مقهوم الإشهار ومفهوم الشفافية. والشفافية

إن الهندف الحقيقي وراء فرض إشهار تعويضات الديويين ليس الساعدة على التقدير الدقيق لسمر ما تطوحه الشركة من أوراق مالية. وإنها إضماح الجسال لشيء من الوقابة على الترتيبات التي قد تبالغ فيما تقدمه للمديرين من مكاسب. وهذا الهدف لا يتمثق عبر تقديم العلومة بإذاقات بجملها مقهومة فقط بالنسبة لنشة ظيلة من مصترية السوق. ومبهمة تماماً بالنسبة للأخرين.

إن قسدرة مصمصىي الخطاط والترقيبات على محاياة الديريين تتوقف إلى حد بعيد على طبيعة النظــرة التي يخص بهــا جمهــور الستثمرين والمراقبــين الخارجهــين المغنين تلك الترقيبــات. بدلانع من قوى السوق وحركية المجتمع يبــدي الديرون ومجالس الإدارة قدراً لا يأس به من الحساسية والاعتمام حيال الاستثفار المعتمل من قبل السنثمرين المؤسساتيين وغيرهـــم من الكتل الرجعية كالصحافة الاقتصاديـة على سبيل المثال، وقد أوضعنا سابقاً أن مهندســـي التعويضــات غالبــاً صــا يسمــون إلى الإبتاء على حجــم التعويضــات أو درجة استقلالهــا عمن الأداء تحت غطاء من الفضاوة. إذا ما أودنا للإشهار أن بمارس دوراً فاعلاً لية تقييد حجم التعويضات. فإن من الضروري أن نضمن إيسال الملومة التي يتم إشهارها إلى قاعدة واسعة تتجاوز بوضوح صحود هنات مصترية السوق وتبـــار الأسهم. ومن ناحية أخــرى هــان المطيات الخــام المغياة بية جوف جيل مــن البيانات التقنيــة ليست كافية على الإطلاق: ذلك أن مستوى إبواز الملومة وكذلك درجة شفافيتها يمثلان عاملين مهمين فيما الإطلاق؛ ذلك أن مستوى إبواز المعاومة وكذلك درجة شفافيتها يمثلان عاملين مهمين فيما الإطلاق؛ ذلك أن مستوى إبواز المعاومة وكذلك درجة شفافيتها يمثلان عاملين مهمين فيما ...

لذلك ضارن الجهات السؤولية والأطراف الراعية لشروعات إمسلاح موكية الشركات مدعوة إلى المعل على ضمان إضفاء مزيد من الشفافية على ترتيبات التعويضات والسعي إلى الحضاط على الشفافية سعة دائمية لا تقارق تلك الترتيبات. ومن القيد هذا استمراض بعض من التدايير المعلية التي من شأنها أن شبهم يلا تعزيز الشفافية.

احتساب قيمة الخيارات في الهزائهة. يتبني مراهاة الخيارات القدمة فوظفي الشركة في حساب الهزائهة. وكما سبق أن ناقشنا في الفصل 12. فإن هيئة مقاييس الحسابات المالية إف إيه إس بي، التي تعرضت في العام الماضي لصفوط كبيرة من قبل الديروين حالت بون فوض مراعاة الخيارات في حساب الهزائهة. من المرجع أن تبادر قربياً إلى اتفاد التدابير اللازمة لفرض احتساب الخيارات. كذلك فإن الكونفرس عاكف على دراسة مشروع قانون من شأنه أن يلزم الشركات باحتساب الخيارات القدمة للمديرين الخمسة ذوي الأجور الأعلى في كل شركة (لكفه يسمح بالقائل بعدم احتساب الخيارات القدمة لباض الوطنين).

بعد احتساب الخيارات، من وجهة نظر المهل المعاسبي. آمراً مهماً لأنه يساعد على الوصدول إلى بساعد على الوصدول إلى بساعد على الوصدول إلى مسورة أكثر دفة للوضع السالي للشركة. وفيما يخمى الأصداف التي تستعوذ اعتمامناً على علاما المتاب فيها خيارات المديرين أمر إيجابي يعود بالفائدة على الشركة لأنه يبعل الإنفاق الترتب على قلك الخيارات أكثر وضوحاً على أعين المستثمرين على الشرك المعهد.

إن تنظيهم احتساب النهارات النصيفة في خطط المواضر من شأنه أن يعد أيضاً من هامض الحربة فيا التقل بين أنماط الغيارات الفظافة. ومن شأنه أيضاً أن يبعل الحجة الرئيسة التي يلجأ أليها الديرون للالتقاف على الخيارات منقوسة عامل المسادقة. فعقيقة أن الخيارات منقوصة عامل المسادفة توجب الاحتساب خلافاً للغيارات الاعتبادية ما زالك ومنذ زمن طويل تقدم مسوعًا مقنماً لترجيع كفة الخيارات التقليدية وتقوت بذلك الفرصة لفقترة الأزياح الفاجمة عن تطورات عامة على مستوى السوق أو حقل العمل العني.

ذكر القيسة القدية الكافئة بجانب مختلف أشكال التدويفسات. ينبغي إقرام الشركات بذكر القيمة القدية الكافئة بجانب كل من أنماط التدويفسات المنطقة التي تقدمها الديريها وتضمين ثلك القيم النقدية في جداول التدويفيات التي تنشرها الشركة في إملاناتها، لقد احتفظت الشركات لنفسها بهامش مين الحرية يشح لها معاباة مديريها بمطامات سعفية تأخذ شكل «تدويفت من هدايا أو عقود استشارية، وبالرغم من أن بعض تفاصيل طلك النرشيات قد يعتب التقاعد من هدايا أو عقود استشارية، وبالرغم من أن بعض تفاصيل طلك النرشيات للشركات المنبة بهان القيمة النقدية المكافئة وتضمينها في البيانات المالية، بل إن الشركات لم تقدم بإدخال علك المكانب الشي قدمتها الديريها عتى إلى قواعد البيانات الامتهادية التي بستدم إليخا خبراء الافتصاد المالي في دراساتهم المتصرة بعديفات الديرين.

ومن وجهة نظرنا هارنامن الضروري أن تقدوم الاشركات بنيبان القيمة المالية لكل من الكاسب التي تقدمها لديريها أو تعدهم بها، وأن تضمن نلك القيمة بلا جدول التعريضات للمام الذي يصبح فيه الدير مخولاً للإهادة من نلك الكاسب. ومكذا فإن جدول التعريضات ينبغني أن يتضمن على سبيل المثال الزمادة التي قد نظراً أثناء العام على اللهمة الموضة لتعريض التفاعد الذي وعدت به الشركة مديرها. وبالإضافة إلى ذلك قد يكون من المفيد أيضاً مطالبة الشركات بتبيان الفيمة النقدية لمختلف الكاسب الضربيهة التي قد يحصل على سبيل المثال) - وبنضمين نلك القيمة في تعرير رسمي.

همناه التداهيير من شأنها أن تقدم لحملية الأنبهم مسورة أكثر دفة ووضوساً لإجمالي التعويضات القدمة للمديرين. كما أن من شأنها أيضاً أن تساعد على التخلص من التشوعات التي كثيراً ما تحدث من جراً لد لجوء الشركة إلى ترجيح أنماط معينة من التعويضات لجرد أنها أكثر فدرة على التخفي ولهي لكونها أكثر فاعلية من سواما.

تههان القيمة انتقدية لإجمالي التعويضات على اختلاف مصادرها. عبر اعتماد أشكال عديدة ومتثومة لأبسور الديرين وعدم ذكر القيمة النقدية لبعض التعويضات. تماول الشركات إخفاء القيمة الحقيقية لإجمالي ما تقدمه لديريها من أجور وتعويضات عن أعين المستمريس والسهين. ينبغي مطالية الشركات بأن تبني بوطوح. ضمن الفسم لتعويضات الديرين في ملفاتها. القيمة الإجمالية للتعويضات القدمة تكل مدير من مديري الدرجة المتازة على مدى العام وكذلك أيضاً إجمالي ما حصل عليه الدير منذ فهومه إلى الشركة وحتى تاريخه.

الأجر والأداء. قد يكون من لقنيد مطالبة الشركات بأن نعان لعملة الأسهم بكل شفاهية عمن حجم الأرباح التي جناهـــا مديروهـا من الخيارات القدمة لهم. وكذلك أيضــًا عن مديم الجرز ء من تلك الأرباح الذي جاء بفصل تطورات عامة على مستوى الســوق أو على مستوى حضل العمل الفني، وهذا يمكن تحقيقه عبر إلسزام الشركات بعساب حجم الأرباح التي جفاهـــا مديروهـا عبر استخدام الخيارات القدمة لهم (أو هبر انتقال ملكهة الأسهم القيدة المقدمــة لهم بلا حالة التعويضات على أساس الأسهم القيدة) والإصلان عن تلك الأرباح وكذلك أيضــًا عن نسبة الزيادة الفعلية (إن وجدت) التي سجلتها عوائد الشركة بالقارانة مع نظيراتهــ لا حتل العمل العني. إن إعلان الشركة مثل تلك الحفائق والعمليات من شأنه أن ينظهر بعزيد من الشفافية إلى أي حد قد نجمت خطفة الحوافز القائمة على أساس حقوق اللكية بلا تجبيد سياسة مكافأة الديرين على فدر ما قدمو من أداد.

النصرف بالخيارات والأسهم. ينبتي إلزام الشركات بإعلام مملة الأسهم بكل شفاطية وبعسورة دورية عن نسبة ما قت تصوف به الديرون النفيسة الأبطس على مستوى الشركة من حوافز الملكهة القدمة لهم كجزء من تعويضاتهم. صحيح أن الباحث المهتم تن يشق عليته الحصدول على ذلك الملومات عبر تصفح أكوام التفاريز التملقة بتداولات الديرين

والمعفوظة بالتصاون مع هيشة الأوراق والأسواق المالية إسن إي سي، لكن إلىزام الشركات بتنسيش تلك الملؤسات وتقديمها به تقاريب خاصة من شأت أن يسهل على السنتمرين استيضاح الحد الذي بلغه الديريس بها استثمارهم الفطي لما يملكون من حرية التصرف يعوافز الملكهة القدمة لهم.

من كاهليمي أن مهدّسي خطات التعويضات لن يعدموا الوسيلة لابتداع أساليب جديدة تعبد إلى التعويضات. أو إلى حساسية التعويضات للأداء، بعضاً مما قد تقدده من الضيابية والفعوضي. فذلك فإنّ من الفسر وري الاهتمام بتحديث ترقيبات الإشهبار بيّة مواكية دائمة لتطـور السياسـات والمعارسات العملية الجديـدة (ووسائل التعويه الجديـدة) حرصاً على ضمان استمرار الاشفافية.

الإجراءات المفروضة على لجأن التعويضات

لا شاك أن فائمة التعليمات التي تبنتها هيئة الأوراق والأسواق المالية آخيرة وطرضت على البحث التعريضات الاقترام بها تقيد به إضفاء طابع التوزيب على ألبات العمل التي تتبعها تلك المالية بينتها الله الله التي تتبعها أن يكنون لدى لجنفة التعريضات الديرين. بموجب تطهمات سوق نهويورك للأوراق المالية بينب أن يكنون لدى لجنفة التعريضات القراعد القاطمة لعمل اللهبة قد واللهبنية المعارضة بالمعارضة بالمعارضة المعارضة المعارضة بالمعارضة المعارضة المعارضة المعارضة المعارضة المعارضة على علك الأهداف، الشركة أنها مازمة أيضاً بإعداد تقرير حول نمويضات المعارضة والمعارضة على علك الأهداف، كمنا أنها مازمة أيضاً بإعداد تقرير حول نمويضات المعارضة على الإحماع به مطالبة الشركة ، وقد دأب المستمرون المؤسسات به مطالبة الشعركات بانباح المستمرون المؤسسات به مطالبة الشعركات بانباح

لاشك على أن إلزام لجان التعويضات اتباع خطوات مصددة هو أمر إبجابي. لكننا لا نمتقد يأت ه قادر على تحقيق قوائد مضوسة من الناحية المعلهة. من الطبيعتي أن تلك التطبيعات الملزمة قدد تجبر أعضاء اللجان على إبـالاء مسألة تعويضات الديرون درجة من المناية والاهتمام تعوق بوضوح ما كانت عله حالهم في الماضي، وبالنسبة لجلس إدارة يركز اهتمامه على رعاية مصالح حبلة الأسهم وحسب. فإن وجوب الالتزام بالتباع خطوات محددة وتقديم التقارير التي تواكب بير المعل من شأنه أن يغنى العمل بمزيد من المناية والفهجية. وية حين يمكن الجزم بأن التعليمات الإجرائية الغزمة من شأنها أن تقطف كثيراً من المسكلات القاجمة عن عدم البالاد أو قلة الانتهام. إلا أنها لن تقوى على مواجهة الشكلات القاجمة من دوافع أعضاء مجلس الإدارة وميولهم إلى استخدام صلاحياتهم وما يتمتمون به من تقويض لإغداق المكاسب السخية على المديرين، إن الالترام بانتهاع خطوات معددة وكتابية التقارير عن سير المصل لا يسهم مسهمة مقيقية به وضع حدود فطية لمسلاحيات مجلس الإدارة، وبنسيء من المون والنصيحة من قبل الحقوقيين وضبراه التمويضات فإن مجلس الإدارة الراغب بقد محاياة المديرين سوف لن يعدم الحيلة القديم المموغات اللازمة لتمريح خططه، وقعد لا يحتاج بالإبض الحالات أكثر من بعض العبارات العلقائة، ومكذا التعليمات العرائية هيئات العلقائة ومكذا التعليمات العرائية بالعمال الأهم، والمذي يكمن يلا دوافع مجلس الإدارة، سوف لن يتأثير بثلك التعليمات الإيرائية بالإمرائية بالإمرائية بالشوء.

اقتضاه موافقة حملة الأسهم

بالإضافية إلى العمل على تحسين دوانع مجالس الإدارة - موضوع الفصل القادم- فإن من المقهد أيضاً النمل على وضع بعض الحدود التي تقهيد صلاحهات مجالس الإدارة. والخطر بلغ وضع حدود من هذا القبيل يكمن للا تقليس قدرة مجلس الإدارة على تعلوير بنية التمويضات بالشكل الذي يمود للا نهاية المساف بالفائدة على حبلة الأسهم، والسبيل المنابئ بقدرة الجلس على إقرار التربيبات المنابئ بقدرة الجلس على إقرار التربيبات التهديم مصالح حملة الأسهم إنما يكون للا جمل بعض قرارات الجلس على إقرار التربيبات حملة الأسهم، مثالك على وجه التحديد طريقتان تستحقان أن توليهما بعضاً من النافشة حاشتراط موافقة حملة الأسهم على برامج التحديد طريقتان التنويضات القائمة على حقوق الماكية.

الوافقة على برامج التعويضات القائمة على حقوق اللكية

نها العمام 2003- طاحت السوق الوطنية الرئيسة البلاور اق المالية بينيي جملة من الأحكام تجمير الشسر كانت السجلية على الحصيول على موافقية حملية الأسهم فهما يخصب بوامج التعويضيات القائمة على حقوق الملكية². وعلى الرغم من أن تلك الأحكام قد لقيت ترجيباً <u>302</u> أج يوزاًداء _____

كبيراً من قبل البعض بصفتها تدايير بالفة الأهمية⁶. إلا أنها لا تمثل لا حقيقة الأمر ضمائة حقيقيـة على أن تعويضات الديريـن. أو على الأقل التعويضات القائمـة على حقوق اللكية. ستاتزم بالفعل الشكل الذي يضدم مصافح حيلة الأسهم.

وإذا ما أودنا وضع تلك الأحكام ضمن إطارها الصميم . فإن علينا أن نميد إلى الذاكرة أولاً أن العديد من الاتو كات قد دأيت أصلاً على طرح برامج التعويضات القائمة على مقوق للكهـة للتصويمت بلا اجتماع عام لعموم حملة الأسهم. وكسا سبق أن أوضعنا بلا الفصل 3 شبان الدافع الحقيقي وراء ذلك له يكن سوى الرغية بلا تجنب الأعباء الضريبية للفروضة على برامج الخيارات التي تعتقر إلى موافقة حملة الأسهم. ومن هنا فإن الأحكام الجديدة ليست بلا حقيقة الأمر سبوى توسيع اساحة العمل بواحدة من السياسات التقليدية التبعة أصلاً منذ زمن، التي ثبت عجزها عن ومنع عدود حقيقية لصلاحيات مجالس الإدارة.

لا شاء أن النصويت على الخطط يعطي حملة الأسهم الستامين من تعويضات المديرين (أو من بعض المسائل الأخسري) القرصة لتسجيل اعتراضهم. وقد يتيب التصويت لحملة الأسهم إعلاة إعطباء الديرين مزيداً من الأسهم والخيارات إذا ما وجدوا أن سياسات مجلس الإدارة فهما يخصر تعويضات الديرين مثيرة للسخط. غير أن التصويت على برامج التعويضات الفائمة على حقدوق اللكهة لا يضع بين أيدي حملة الأسهم في الأموال العادية أداة حقيقية تمكنهم من التأثير على نصو فاعل في عمية تصميم ترتبيات التعويضات.

لية يادئ الأمر ينبئي الإشارة إلى أن ما يطرح أمام حملة الأسهم للتصويت هو يؤ مجعله برامع يفاب على صياغتها طابع الموصية، وبديهي أن ذلك لن ينقص من صلاحيات مجلس الإدارة شيشاً، يطلب المجلس من حملة الأسهم إعطاءه الواققة على استخدام عدد معين من الخيارات أو الأسهم المقهدة ضمن كلة التمويضات المغسسة غوظفي الشركة، غير أن هشاك جوائب كليرة عامة من براسج التمويضات القائمة على حقوق اللكهة لا تقتضي موافقة حملة الأسهم، وعلى سيل المثال فإن موافقة حملة الأسهم غير مطاوية فيما يغض حصمة مدير بمينه من إجمالي الخيارات التي يقرر مجلس الإدارة استخدامها شمن رزمة التمويضات، وكذلك هي الحال أيضاً فيما يغض القيود التي قد يقرر المجلس فرضها على التصوف بها، وقد عيرت إحدى المتعدال على حالة المديرين ية التصرف بها، وقد عيرت إحدى الشير كات القانونية الشهورة عن ذلك أبلغ تعبير عبير التصبيحة التي وجهتها إلى عملائها من مجالس إدارة الشركات شمن ملحوظة صغيرة جاء فيها: دعلى ضوء القواعد الجديدة المساورة عن سوق نيويورك للأوراق المالية بالتماون مع ناسداك، والتملقة بالمتضاء مواطقة المسهمين، ينبغي إعطاء برامج التمويضات القائمة على حقوق الملكية صهفة فضفاضة شيح للشركة: إمكانية تعديل بنود التمويضات دون الماجة إلى تطوير البرنامج على نمو يقتضي موافقة حملة الأسهم بموجب القواعد الجديدة?

وفضاً من ذلك، وبالرغم من أن حملة الأسهم يستطيعون أن بمارضوا على نعو جماعي برناسج استخدام الغيارات والأسهم المتهدد، فإنهم لمن يشمنى لهم ممارسة دور فاعل به تحديد تعويضات المديرين إذا ما أستطوا بالتصويت برناسج التعويضات المتنزم من قبل مجلس الإدارة. إذا ما مارضى حملة الأسهم على سبيل الثال برنامجاً يشوم على أساس الخيدارات التقليدية لأن هذا النوع من الغيارات يسمع للمديريين بالاستفادة على تمو لا محدود من شار المساحفة التي تأنيهم بضل تطورات إيجابهة ثمم السوق أو القطاع أو الامقل المنسي، فإنهم أن يعصلوا على أي ضمائة حقيقية بأن المجلس أن يتبنى ترتيبات بديلة شد تكون أكثر إضاراراً بقيمة وأس المال السهم – كاعتماد نظام مكافأت بالغ السخاء مثلاً. لهذا السبب فإننا لنوقع أن يذهب حملة الأسهم إلى للوافقة على برامج التعويضات المقترمة في حمالات كليرة يتمنون فيها لو أن مجلس الإدارة قد أعد ترتيبات الشويضات يصورة معنتلقة تماماً. وعلى المعوم فإننا لا نتوقع أن تؤدي زيادة مساحة النقص المتاحة أمام حملة الأسهم فيما يخص المعوم فإننا لا نتوقع أن تؤدي زيادة مساحة النقس متبتي لمرية مجالس الإدارة به التحكم بهذا القوم من التعويضات.

التصويت على جوانب خاصة محددة ية الفاقات التدويضات

إن السمياح لحملة الأسهم بالتصويت على انقاطيات التمويضات التي تتضمن جوانب خلافية معتدلة معددة قد يكون أمراً مفيداً. وبالنظر إلى الانتاطيات التي توجب موافقة حملية الأسهم على براميج تمويضات الديرين نجيد أن كلاً منها يتضمن بنيداً أو أكثر من قائمية الجوائب الشهرة للشبهات. يمكن طلب موافقة حملية الأسهم على سبيسل القالية حالية الخهارات التقليمية التي لا تعلى بطائرة أي من ثمار المساحقة التي ترمي بها الحركة

العاصة للسوق أو العقل الفنسي. ويقا حالة العنساوات التاحة للاستخدام بعد استعقاقها بعدة وجيزة، ويلاحالة برامج التعويضات القائمة على حقوق اللكية التي لا نقزم الديرين بالإشهار سلفاً عن عملية بيم الأسهم الفزمع إجراؤها، أو يلاحالة تعويضات إنهاء الخدمة إذا منا بعث فيمتها ضخمة بالمقارنة مع التعويضات السفوية. وقد تم افتراح اقتضاء موافقة حملة الأسهم، يؤمل تلك الحالات من قبل العديد من الطووحات المقدسة من السهمين أنفسهم، وكذلك أيضاً من قبل هيئة المئتمرين المؤسساتين سي أي أي، وعلى سبيل المثال فقد اقترحت سبي أي أي ألا يتم إعادة تسير الخيارات الفارقة (التي انفقض سموها يلا السوق إلى ما دون كلفة استخدامها) أو استيدال تلك الخيارات بطيارات جديدة إلا بموجب

إنها نستك أن اقتضاء موافقة حملة الأسهم قد يكون أمراً مفيداً إذا ما جرى تطبيقه ية حالة المطادات التي يبدو عليها أنها على الأرجع لا تصب بها مصفحة وأس المال السهم. ية حالة كلك يمكن النظر إلى الاتضاء موافقة حملة الأسهم على أنه إجراء يقود إلى حل وسط بين المنع الهاشر والصويح من جهة وبين الموافقة غيير السؤولة من جهة أخرى. إذا ما يدا على جانب معين من جوانب الاتفاق أنه لا يخدم مصالح حملة الأسهم ، هان كلا الخيارين المدينين. الوقض النام وإناحة المربة المائفة، قد يكونسان مكافين والسماح هنا يتضين ذلك الجانب بة الاتفاق، شريطة أن يوافق عليه حملة الأسهم، من شأنه أن يعفظ والمالة هذه توازناً حساساً بين كلا الخيارين.

ولكن هل تحمل تلك الترتيبات فائدة حقيقية لحملة الأسهية إن الإجابة عن هذا السؤال تتماق بالطبح، وإلى حد بعيد، بطبيعة العطاءات العرجة على فائمة ما يقتضي موافقة حملة الأسهب، إذ إن فرحنس شرط موافقة حملتة الأسهم ملى مطاءات من المرجع أن تصب بلا مصلحة حملة الأسهم، من شأته أن يرتب على الشركة تتاليف لا داعي لها. ويالمقابل فإن عدم فرحن شرط الموافقة بلا حالة المطاءات التي ينف علهها الاحتمال بأنها قد لا تخدم مصافح حملة الأسهم بين التقصير عن جني الفوائد المعتملة التي تحملها فواهد اختضاء موافقة حملة الأسهم بين طباقها، إن خبراء ومنسقي سوق الأوراق المالية ليسوا بلا الموفع المذي يسمع لهم يتحديد الجوانب الثيرة للشبهات لأقهم بيساطة ليسوا على دراية كافية بخصوصينات الشركية. وكذلبك فإنهم أيضاً لين يتمكنوا من حصر جعلية الترثيبات التي تتطلب موافقة حملة الأسهم عند حدوث يعض السنجدات.

ومكذا فإن حملة الأسهم أنفسهم هم من ينبغي أن يقرروا بشأن القيود الواجب فرضها على تلك القهود فواكهة على سلاحيات مجلس الإدارة والنعديالات الواجب إجراؤها على تلك القهود فواكهة المستجدات. لكن الشكلة بكمن به أن فانون الشركات الحالي لا يقول حملة الأسهم صهاغة القنواعد الملكلة بكمن به أن فانون الشركات الحالي لا يقول حملة الأسهم صهاغة القطراء المتعلقة بتعويضات المديرين، وهي مادة بضمها قانون الشركات ضمن حدود صلاحيات مجلس الإدارة. يحق لحملة الأسهم عنها تتصبح قواعد مازمة لجلس الإدارة. عجل الحالية الأسهمات المديرين، وهي مادة بضمها قانون الشركات ضمن حدود صلاحيات على المادارة عجلس الإدارة على بعد المعالية الأسهمات المديرين، وعلى معادرات بشأن مساغة القواعد الملزمة والقرارها جديدة فيما يضمن ترتبيات لعويضات المديرين تضمن صياغة القواعد الملزمة والقرارها عبر التصويت، وعلى سبيل الذكر لا الحصر فإن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات من هذا الفيل سوف يمكلهم، إذا ما أو ادوا، من فرض قواعد تمنع مجالس الإدارة من تبني ترتبيات

حدود التعنوبت على تركيبات أجور الديرين

إنسا ننظر إلى آلية مشاوكا حملة الأسهم بلا سنع القرار عبر عملية التصويت كأمر بالنغ الأحمية، وسنوف نوضع بلا الفصال الشادم بالحجة والبرهان رؤينتنا الداعبة لتعزيز دور حملة الأسهم بلا انتخاب مجلس الإدارة وبلا التصويت على القواعد الأساسية لحوكمة الشركة، غير أن هيكلية ترتيبات أبعور الديرين ليست بالساحة المناسبة التي يمكن أن تمل فهما مشاركة حملة الأسهم عبر التصويت مجل ألية صنع القرار بلا مجلس الإدارة النزيم الحريص على حماية مصالح حملة الأسهم.

إن تصويت حملة الأسهم من شأنه أن يرسم الحدود القصوي لصلاحيات مجلس الإدارة عالله التصدرف دون الحاجة إلى طلب موافقة خاصة من حملة الأسهم. وحملة الأسهم سوف يستندون بلا روينهم لتلك الحدود إلى معلوماتهم العامة حول البنهة الأساسية لترتيبات التمويفسات. غير أنّ ذلك لا ينتقص أيداً من أهمية الدور الدني يضعلكم به مجلس الإدارة الكفود لجهية اتفاذ القرارات الناسبة وتحديد الأنسب بين جملة الخيارات المقدد فسمن المسدود التي رسمها حملة الأسهم وكذلك أيضاً لجهة التفاوض مع الديرين. وهذه مهام معقدة تنطلب معرضة دقيقة بتناسيل الوقف ومهارة بلا أدارة جدولات التفاوض بما فيها من أخذ وردً، وتصويت حملة الأسهم لا يمكله بلا أي حال من الأحوال أن ينوب مناب مجلس الإدارة بلا كل تلك الهام.

تعويضات الديرين وحوكمة الشركات

تعليقنا الذي قدمناه يؤهذا الفصل يعيدنا من جديد إلى الشكلة الأساسية ذات الصلة يمسأل قدموكسة الشركات. كيف لتا أن ترتقس بالدواقع التي توجه دشة الإدارة وأن نجمل أعضاء مجلس الإدارة أكثر التصافعاً بمصالح حملة الأسههاة وبالرغم مـن أن التغييرات المحتلة التي قمنا بعناقشتها فيما تقدم قد تمسن بالقمل هذا الجانب أو ذلك من ترتيبات أ أجمور الديريسن إلا أنها لا تقوى على معالجة الشكلات العاقفة معالجة جذرية. والحل الجذري لتلك للشكلات لا بد له أن يعر عبر تطوير أسالها حوكمة الاشركات بوجه عام.

إن التدابير التي أيّها على مفاقشتها تترك جميمها يلاً يد مجلى الإدارة قدراً كهيراً من المسلاحيـات. وهذا أمر ضروري لا غنى عنسه. لكن تلك التدابير بحد ذاتها لا نزود أعضاء مجلس الإدارة بحرّمة جديدة من الدواقع.

وتحقيق في تحسين إضابة في موكلة تدويضات الديرين منسوط بالدرجة الأولى بتعزيز دواضع مجلس الإداوة لما فيه خدمة مصالح حملة الأسهم، وتحسين تلك الدوافع من شأته أن يترك بصسات إمجابية ليس فقط فيصا يخص ترتبات أجدود الديرين، وانسا أيضاً علس صعيد مختلف القرارات الأخرى التي يتعذها مجلس الإدارة والمسائل الأخرى الني ينطر فيها، ومن هنا طبان تحليل الشكلات التطفة بتدويضات الديرين يقودنا إلى الاستفاد بالحاجة إلى إصلاحات جذرية علس صعيد حوكمة الشركات، الأسر الذي يجسد موضوح الفصل القادم من هذا الكتاب.

الوعي والواقع

نود أن نختتم هذا القصل بالتأكيد على أهمية إدراك الدور الحساس للفقوذ الذي يتمتع بـه الجهاز التقييدي فيما بخص تمديد تعويضات الديرين. إن توسيع قاعدة الوعي فيما يتملق بطبيعة الشكلات القائمة الرتبطة بتعويضات للديرين. وهـو الأمر الذي نسمى إلى تعقيقه عبر هذا الكتاب، من شأنـه أن يكون له بعد ذاته أثر واضع من حيث تطفيف حدة علك الشكلات.

إن انساع دائرة الومي - ولا سيما على مستوى المستمرين المؤسساتين- فيما يخصى
قددة المديرين على التأثيرية تمويضاتهم من شأنه أن يقعل الكثير من أجل وضع حد نتلك
المشكلات، لقد أوضعنا بالحجة والدليل أن شدة المديرين على الاستثنار لأنفسهم بالأجور
المفرطة، وقدرتهم على قصل تلك الأجور عين الأداه، وكذلك حجم الأعساء المالية التي
يتحمّهها حملة الأسهم من جراء ذلك، تتعلق جميمها بدرجة انكساف الأخطاء والثغرات
المفسمة في ترتيبات الشويضات أسام أعين الرافيين الخارجين المنين، وبقدرة مؤلاء على
تمييز تلك الأخطاء والثغرات، ومكذا فإن حجم ما يمكن للمديرين أن يستأثروا به لأنفسهم
على حساب حملة الأسهم يتعلق بدرجة وعي هؤلاء لحجم التشوهات التي تشري ترتيبات
الشويضات التي يحاول المديرون إخفاءها بوسائل شتى، وتعزيز الوعي لتلك التشوهات من

لتحسين سياسات تعويضات الديرون يعتماح الستعرون ودعاة الإصلاح ليبي فقط إلى القرة وحسب، وإنما أيضاً إلى المرفة والوعلي بشأن ما ينبغي أن يبحثوا فيه وما ينبغي أن يركزوا عليه، يجب أن يموا جهداً طبيعة الدور الأساسي الذي مارسه الجهاز التنفيذي عبر سلطته وتفوذه وما زال يمارسه فيما يخصص التحكم بتعويضات الديرين، وأن يحيطوا بالمواصل الكثيرة المختلفة التي تسهم في بشاء سلطة الجهاز التنفيذي وتعزيزها وبطيف الأشكال المختلفة التي تصمح فيها تلك السلطة عن نفسها.

إنشا نمتقد أن من المهم أيضاً. بالنسبة لزملائنا من الباحثين الأكاديمين. أن يدركوا جيداً حجم الصحوبات الإدارية التي نقطوي عليها مسألة تعويضات الديرين، لقد خص خبيراء الافتصاد المالي براسج التعويضات الفائمة على حقوق اللكهة بقدر كبير من التأييد والدعاء تتدياراً منهم لما تعد به تلك البراصح من تزويد الديرين بعواضر إبجابية نمثهم على تمسين الأداء. وقد أسهم ذلك الحماس في إضفاء مزيد من المشروعية على الزيادات الكبيرة في تعويضات الديرين أفتاء العقد المأضي.

ينيفي على خبراه الاقتصاد الخالي أن يدركوا أن برامج الموافز تلك لها بالقابل أيضاً منا يمكن أن نسبهه وجهها الطلبه، وهيكلية كلك البرامج قد تجسد بلا بعض الأجهان غلاج مشكلات التوكيل أكثر من كونها أداد لمل تلك الشكلات، وبسبب مشكلات التوكيل تلك لم نظلج تمويضات الديرين حتى الأن بلا تعقيق ما وعدت به. بل إنها قد أسهت بلا خلف بعضى الدواضح المغربة والثناذة، واننا المدرورون لرقية خبراه الاقتصاد المالي يولون الهوم مزيداً من الوقت لدواسة بعض الآثار المكسية التي خلفتها ترتيبات التصويضات على سلوك الديريس، ونأصل أن يتجهوا إلى التركيز بدرجة أكبر حلى الدور الذي تضطلح به سلطة الجهاز التنفيذي، وأن يولوا دواسة ذلك الدور مزيداً من الاعتسام، كما سبق أن فعلوا بلاً دراستهم لتموذج التعاقد على مطال الذراء.

16) تطوير حوكمة الشركات

تفويض حملة الأسهم هو القاصدة الإيديو لوجيـة التي تقوم عليهـا شرعهة سلطة مجلس الإدارة.

مستشار ولاية دبلاوير ويليام أليل. شة أطلس بالأزيوس 1988

إن الشكلات التعلقة بترتيبات تعويضات الديريين، التي تعرفنا عليها فهما تقدم، ثبعد جذورها في فشل مجلس الإدارة في التفاوض مع الديرين على مطال الدراع، تعزيز الشقافية. تطويع أنيات عمل مجلس الإدارة، توسيع داشرة افتضاء موافقة حملة الأسهم، تعلوير وعي السهمين لمفتلف ترتيبات التعريضات ودور كل منها، لا شك في أن هذه العوامل جمهمها من شأنها أن تساعد على تحسين الوضع، غير أن نقك الماليسات الموضعية لن تستملع أن تعل كلهاً محل ألية سنع القرار الفاعشة التي تتجمد في فريق من أعضناء مجلس الإدارة يضع مصالح حملة الأسهم نصب عبنهه ويوليها الأولية المطلقة.

وية النهاية فإن مسألة تدويضات الديرين نتطاب درجة مهيئة من المرفة الاختصاصية. ولذلك فإن خبر من يتولاها هم سناع الغرار الطندون الذين يتمتدون بقدر من المسلاحيات ويعملون على توظيف صلاحياتهم لما فيه تحسين قيسة رأس المال السهم. ومن هذا فإن السبيل الأفضىل لمعالجة الشكلات التي أثينا على مناقشتها فيما تقدم سن الكتاب إنها يكون بالعمل على تطوير جملة الدوافع والحوافز التي تقود خطا أعضاء مجلس الإدارة. ما نحتاجه هو أن ننتقل بالرواية الرسمية لتمويضات الديرين وسياسات مجلس الإدارة. التي يظهر فهما أعضاء مجلس الإدارة بمطهر المراس المتبقطين الذين لا هم لهم سوى حماية مصالح حملة الأسهم. من هالم الخيال والوهم إلى عائم الواقع والمتبقة. _ أحر ووزارًاه _____

لا شك أن أعضاء مجلس الإدارة الحريصين على حماية مصالح السهين بسكون حاجة
ماسة ليس فقط من أجل معالجة مشكلات تعويضات الديرين. وإنها أيضاً من أجل معالجة
الشكلات النطقة بحوكمة الشركة، التي ان تفتقي عن الوجود حتى لو وقفنا على حل مثالي
لترتيسات التعويضات. وعلى سبيل المثال فإن وجود أعضاء بها مجلس الإدارة حريصين على
مممالح حملة الأسهم يمثل عاملاً أسامياً من عوامل تحديد درجة فقتنا بالجلس وإمكانية
الاعتصاد عليه بها ضنع الديرين من الوشوع في غوابية النوسع الإمبر الحرري أو منعهم من
الوضوف في وجه بعض معروعات القراكة التي تعديمكاسب ملوسة لحملة الأسهم. إن
الأساس الذي يقوم عليه نظامنا الزهابي، الذي يعتمد على مجلس الإدارة كهونة وقاية
عليها نتابع بعين المراقب سياسات الجهاز الانقيذي. إنما يكمن في وجود أعضاء مي الجلس
يقوصون بانتقاء الديرين، والإشراف على عملهم، وتحديد تعويضاتهم واضعين في ذلك كله
مصالح حملة الأسهم نصب أعينهم. ويمكن القول إن فدرة حبلة الأسهم على وضع فتنهم
مصالح حملة الأسهم نصب أعينهم. ويمكن القول إن فدرة حبلة الأسهم على وضع فتنهم
مصالح مناة الشياء مجلس الإدارة تمثل نقطة الارتكاز التي يتوم عليها هذا النظام.

والسؤال الهيم يق صداه العالة هو: كيف النا أن تدهع أعضاء مجلس الإدارة إلى مزيد من الحرص ومزيد من التركيز على مصالح حطة الأسهم. والسيهل الأنجع إلى تمقيق ذلك إنما يكسن بقديرنا بق إحداث تقهير بق موازين القوى بين مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة أخرى. وسنستعرض فيما يلي الفطوط المريضة للإصلاح الإداري الطلوب مع الإشارة إلى إمكانية الخوض بق مزيد من التقاصيل بقا إصال آخرى أ.

حدود استقلالية عضو مجلس الإدارة

الطريقة الأساسية التي انتهجها نظام هوكية الشركات أخيراً للرد على ما اصطدم يه من مشكلات إدارية تجمدت في العمل على تعزيز استقلالية مجلس الإدارة، لقد سعت الإصلاحات الأخيرة إلى إكساب الأعضاء المستقلين بهوجب التسمية - في مجلس الإدارة مزيداً من الاستقلالية الفعلية من جهة، وتوسيع حضور الأعضاء المستقلين وتعميق دورهم في مجلس الإدارة من جهة ثانية، والواقع أن الاعتقاد السائد اليوم يقول: إن تعزيز استقلالية أعضاء مجلس الإدارة هو الفتاح المقيقي لضمان فاعلية النموذج الرقابي الذي يعتمد المجلس كهيشة وقابية علها تراقب سير العمل بلا الشركة. والكثيرون يمتدون بهأن زيادة استقلالينة أعضاء المجلس من شأنها أن تحصي الشركات بلا المستهل من مختلف أشكال مشكلات الموكمة، وهم بلا ذلك يجهدون بلا إرجاع مشكلات الماسي إلى نقص بلا استقلالية مجانس الإدارة.

وكسا سين أن ناقشنا في الفصل 2، فإن أسواق الأوراق الله قد تبنت في العام 2003. معايير تسجيل تقرض على الشركات السجلة أن تكون الأغليبة في مجالس إدارتها للأعضاء السنتان، وتتضمن تضييةاً واضعاً لتمريف الأعضاء السنتان، كما تقضي أيضاً أن تكون لجان التعويضات ولجان الدرشيح مكونة حصراً من الأعضاء السنتان، وقد دقب أنصار سطعة الجهاز التنفيذي على استخدام ثلك الإصلاحات كفاعدة ينطلتين منها في حملاتهم الوامية إلى التأكيد على عدم وجود أي منووة لمزيد من التنبير 2. ووفقاً لروية مؤلاء فإن نشك الإصلاحات، حتى لوسلمنا بأن النموذج الرسمي لارقابة مجلس الإدارة على الجهاز التنفيذي لم يعمل بالشبكل الطالوب في الماضي، كفيلة بمعالجة مختلف السائيل التبلغة بغاعلية ألية منع الدرار في البولس، فالقواعد الجديدة تمزز من استقلالية المجلس، وذلك

أسا وإبتنا فتضول: إن الإصلاحات الأخيرة قد تحمل المديد من الكاسب. ولكن ليس هنائك ما يجرر بالفعل ذلك القدر من الرضى والتفاؤل. هالتواعد الجديدة وما يرافقها من اهتمام متزايد باستقلالية أعضاء الجلس لا يمكنها أن تقدم بحد ذاتها ضمائة حقيقية على أن الجلس سوف يؤدي بالقعل ذلك الدور الحساس الطلوب منه وبالدرجة المطلوبة من الكفاءة والتزاهة. إن القواعد المتعلقة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة لا يمكنها أن نقدم على أرض الواقع ما قد يقارب توقعات ومزاعم أنصار علك الإسلاحات التصميمين.

هنساند بوادر عديدة ندعو إلى التشكيف يقاحيم منا يمكن أن تقدمه القواعد التي تعزز من اشتراط استقلالها أعضاء الجلس، من الواضع أن تلك القواعد من شأتها أن تقصي أفراداً معينين عن عضوية مجلس الإدارة بها شركة معينة. تكن أعداداً هائلة من الأشخاص الأخريس سوف تظل شمن دائسرة المرشعين لدخمول الجلس بوصفهم أعضساء مستقلين. <u> 112</u> ابر دون آواه ____

وشــروط الاستقلاليـة تلك لا تقدم حــلًا للسؤال الهم عــن آلية انتقاء فلة ظيلـة من أولئك الأشخاص من بــين كتلة هائلة من الرشحين «الستقلــين». وبالإضافة إلى ذلك فإن شووط الاستقلاليـة، وبالرغم من أنها قــد تنجح في وضع حد ليمض أشكال تأثير الجهاز التنفيذي على بعض أعضــاه مجلس الإدارة، لا تمثل بحــد ذاتها أي ضمانة حقيقهــة لالازام أعضاء مبطس الإدارة حماية مصالح حملة الأسهم.

جميع الشركات تقدّر على العصوم. قدى مل، شاغر ما ية أي من الواقع المقدمة. أهمية اختيـار الرجل الناسب وتزويده بالحواقــز الناسبة. والحقيقة أنه ليس هناك على الإطلاق ما بيرر عدم تطبيق العالير دانها ية حالة أعضاء مجلس الإدارة. ولا سبما إذا ما أخفتنا بالحسيان حساسهــة الدور الــذي يضعللمون به. وقا كانت استقلالهة أعضــاء مجلس الإدارة لا تقدم بعد ذاتها ضمائة كافية للائتقاء الوفق ولا للموافز الناسية. فإن الأمر يبدو مقلناً حقاً.

صن أهمم الموامل التي تحد من أهمية قواعد استقلالية أعضاء مجلس الإدارة أن تلك القواعد لا تقدم لأعضاء المجلس أي حواهز حقيقية للاهتمام بتعدين فهمة رأس الثال السهم. ولما كانت نلك القواعد نقال فقصاً من دواضع أعضاء المجلس وتزعاتهم خداياة الديوين ولا تقهها كلها . فإن البقية الباقهة من نلك الدواضع والتزعات قد يكون لها أثر هادج لي ظل غياب الدواضع الفضادة التي تعضع أعضاء الجلس إلى الحرص على تحدين فهمة وأس المال المسهم.

كسا سبق أن تأفشنا ها الفصل 2. ضإن الإسلاحات الأخيرة لا تقوى على إلغاء الموامل الكلام الموامل الكلام الموامل الكلام المؤلف الكلام والكلام الكلام الكلام والكلام الكلام الكلام الكلام والكلام الكلام الكلام والكلام الكلام ا

وبالإنشافية إلى ذلك، وعلى الرغم من أن الإصلاحيات الأخيرة تجهد بها تقليص لقدرة المديريين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة. إلا أنهها لا تقوى على تقويضها على نعو كلي. وبها الحقيقة لن يكون من السهل متم الدير المام من مكافأة أعضاء البعلس طالة أنه بملك بعضى التأثير بلا تعويضاتهم من جهة. وطالقا أن أبواب الدخول إلى عضوية المبلس مفتوحة بلا وجه هنة كبيرة من الأشخاص الذين قد نتأثر مصالمهم الافتصادية -أثناء وجودهم بين أعضاء المبلس أو بعد ذلك- بالقرارات التي يتخذها نلدير المام والسائك التي يسلكها من جهة نانية.

أضيراً، حتى لنو طعفا بقدرة الإصلاحات على إلشاء سلطة الدير السام فهما يغض مكافئاً وأعضاء مجلس الإدارة، فإن هؤلاء سيظلون عرضة الوثرات نفسية واجتماعية كليرة تعضع بهم إلى الحفاظ على علاقات طبية مع المدير العام، وحيث إن أعضاء مجلس الإدارة مدعدون للعمل في جو من التعاون يشعر فهه واحدمهم بانتمائه إلى هريق يقوده في كلير من الشرون المدير العام عينه، فإنهم سهمهاون بطبيعة الحسال إلى مسايرة رغبات المدير العام وتوجهاشة أكثر من مبلهم إلى معارضة غلك الرغبات والتوجهات، والإصلاحات الأخيرة لا تقدم إلا القابل مما قد يدعو أعضاء مجلس الإدارة إلى التصدرف بما يتناقض مع مبلهم الطبيعي إلى تجنب حالات التراع مع زميلهم ورئيسهم الدير العام.

إن هذه النقطة الأخيرة تستعق أن تقف قلهاً عقدها: إنها تعني هيها تنبيه أن اخترال قدرة الديرين على مكافأة أعضاء مجلس الإدارة -دون إعطاء هؤلاء حوافز إيجابية تنطع بهم إلى الحرص على مصالح حملة الأسهم-قد لا تكون كافية لدفع أعضاء الجلس إلي تركيبر اهتمامهم على فهمة رأس المأل السهم، وحيث إن معظم أعضاء مجلس الإدارة لا يعلكون إلا ترزأ يسيراً من أسهم الشركة هيان النفسارة الشخصية الهاشرة التي قد تترشب على منع الديرين تعويضات سطيمة وهامش حرية واسع ية توجيه دفة الشركة، لن تبلغ ية القالب أي حدود تستحق الذكر، ولذلك فيإن الدوافع الاقتصادية أو حتى الروابيط الاجتماعية التقليدية مهما يلقت من الضمف قد تكون كافية لإمالة أعضاء مجلس الإدارة الرحاف الديرين.

إن التحليل السني أوردناه أنفأ مسن شأنه أن يوضح حدود ما يمكس أن نأمله من شروط. الاستقلالينة الجديدة. إن أعضاء مجلس الإدارة النين يفتقسرون إلى الحوافز القوية التي تحقيم على خدمية مصالح حملية الأسهم لن يكون من السهيل عليهيم أن يحافظوا على

استقلاليتهم عـن العيرين. وجديـر باللاحقة على أي حال أنه حتى لـو نجعنا لمّ عزل أعضاء مجلس الإدارة عزلًا تاماً عن تأثير الجهاز التنفيذي، فإن غياب تلك الحوافز سيترك بالرغم من ذلك العزل أثراً سلبياً يضر بمصالح حفلة الأسهم.

دعونا نتامل السيناريو الافتراضي القائم على مجلس إدارة مكون على نعو أساسي من أعضاء مستقلين ليستدلديهم أي دوافع أو ميول للمعافظة على علاقات طبية مع الدير العام، ولنخترجس أن فريقاً من أولئك الأعضاء قد تمكن على نعو أو بآخر من بسط سيطرته على المجلس ولجائه، وبات بغضل إحكام فيضته على مغاصل الشركة، قادراً على أن يعمى نفوذه ويقاءه حملية ذاتية. ولنفترض أيضاً أن مكافأت الدير العام لا تقوى البقة على تحريك أي من أعضاء دلك الفريق. من الواضع أن أعضاء مجلس الإدارة في هذا السيناريو الافتراضي لن يعملوا على خدمة مصالح الديرين. غير أنهم، في ظل غياب الحوافز الكليلة بإمالتهم تحو حملة الأسهم، لن يغدمه أن الشاهم بالرغم من استقلابيتهم التامة عن المديرين، وهم في القالب موف يسمون والحالة هذه وراء مصالحهم وميولهم الشخصية . أن عبر توسيع تقوذهم أو عبر دفع الشركة نحو الاستثمار في مشروعات تنقق مع أهواتهم الشخصية . أن عبر توسيع تقوذهم أو عبر دفع الشركة نحو الاستثمار في مشروعات تنقق مع أهواتهم الشخصية . وباختصار يمكن القول: إن حملة الأسهم سيطل لديهم الكثير من بواعث القائل، طفائاً أن أعضاء مجلس الإدارة لم يحصلوا على الحوافز الحقيقية التي تدفيهم إلى الحوص على تنظيم فهدة رأس المال المسهم.

برامج تعويضات أعضاء مجلس الإدارة

اعتمدت الشركات حقوق الملكية مدة من الزمن كوجه من وجوه تمويضات أعضاء مجلس الإدارة ، وقد نادى المديد من المرافيين بتكثيف الاعتماد على التمويضات القائمة على حقوق الملكية حقاً، والكن هل التمنيلة تمويضات حقوق الملكية حقاً، والكن هل التمنيلج تمويضات حقوق الملكية حقاً، وربما بالنزامن مع بعض الزوادة بلا حجم الأسهم المنضفة، أن تقجع بلا تزويد أعضاء مجلس الإدارة المستقلبين بالقدر المطلوب من الموافز الايجابية لدفعهم إلى الشركيز على مصالح حملة الأسهم؟

إذا منا بقيسة تعويضات عضو مجلس الإدارة ضمن حدودها فإن الخسارة المالية التي نترسب على أصضاء الجلس بغيل العديد من الإجبراءات المفضفة القيمية وأس المال (وإن لم يكن جميعها) سوف تبقى صغيرة حتى لو افترضفنا أن جزءاً كبيراً أو الجزء الأكبر من لم يكن جميعها) سوف تبقى صغيرة حتى لو افترضفنا أن جزءاً كبيراً أو الجزء الأكبر من الابدارة مكافأت مقوم على حقوق الملكية، لتأمل برناميج تعويضات يقدم لأعضاء مجلس الإدارة مكافأت مقوم على شكل أسهم مفهدة يقيمة 100,000، وتنفرض أن أحد الأعضاء ضد جمّع من الأسهم ما فيمته 5,000,000 لا شدية أن امتلاك هذا القدر من أهم الشركة عبرات المناف الجلس بدواقع قوية المارضة خطة عمل يطبح إليها الدير المام إذا كان من شأنها التي يمتكها المسهمون (وكذلك أعضاء الجلس) ولكن إذا ما كان الأمر يتملق بأحد ترتبيات التنويضات أو بواحد من المشروعات المعيية إلى قلب الدير المام التي من شأنها أن تقود إلى تراجع لجلس المالية في الدير المام التي من شأنها أن تقود الى تراجع لح فيمة معتكات المناف المتركة فيها المحيلة المناف المناف الذير لن يكون قومة معتكات المجلس بأكثر من فيمة الأجر الذي تقدمه له الشركة لقاء مشاركته في اجتماع المجلس عضو المجلس بأكثر من فيمة الأجر الذي تقدمه له الشركة لقاء مشاركته في اجتماع المجلس عضو المجلس بالكر من فيمة الأجر الذي تقدمه له الشركة لقاء مشاركته في اجتماع المجلس أو وحدى اللجان المنبئة عنه.

إن تزويد أعضاء مجلس الإدارة بحواهز حقيقية قائمة على حقوق اللكية يتطلب قبل كل تزويد أعضاء مجلس الإدارة بحواهز حقيقية قائمة على حقوق اللكية يتطلب قبل كل شهر أن المرادة كيدرة الاحتجام التمويضات التي يتناطبونها الشاء خدماتهم في الهيئس غير أن زيادة حجم تصويضات حقوق اللكية القدمة لأعضاء مجلس الإدارة أكبر ، ازدادت بالقابل رغية أحصاء مجلس الإدارة أكبر ، ازدادت بالقابل رغية أحصاء المجلس إلى التركيز لهس على السألة الهيئة والصعية الماقة في تعظيم قيمة رأس بعدها أعلى المستويضات المائسة والصعية المائلة في تعظيم قيمة رأس الما المستوية المتويضات التركيز أبين على المسالة التمويضات المائسة التي تعليم قيمة رأس المائسة التي تعليم قيمة إلى المتعلق على عضوية إضافية المتوافقة الأمائلة الأدارة أكثر جاذبية) في مجالس أخرى، وحيث إن تديينات المجلس لا تتأثر كثيراً بأهواء حملة الأسهم وانسا بأهواء لجبان الترشيح ، فإن ازدياد الاعتمام بالحفاظ على الكرسي أمر مطالب سائلة عن ذلك فإن أعضاء المجلس المتعلق على الأرجع بإبهاد

السيل لتلبيت وشرعتهٔ الزياده المطردة بإذعاده ما يمكونه من الخيارات والأسهم أكثر كليراً من انتخالهم بسيل تحسين فيمة السهم الواحد من أسهم وأس مال الشركة.

إن صدة النقطة الأخيرة تميط القام عن واحدة من الصعوبات الجذرية التي تلف محاولة حل الشكلة المتطلقة بعوافز أعضاء مجاس الإدارة عبر برامج التعريضات الفائمة على حقوق اللكية . إن النظرة الأولى قد تقود الرم إلى الاعتقاد بأن تلك البرامج من شأتها أن تحقى الانسجام الملكوب بين مصالح أعضاء الجلس إلى تنفيذ مهامه الملكوب بين مصالح أعضاء الجلس إلى تنفيذ مهامه الرفاية بالشكل الملكوب، وكذلك أيضاً وعلى وجه الخصوص، إلى الانقارض مع الله يربن على مطال ذراعه بكل مهنية وموضوعية واضماً نصب عينهه مصالح حملة الأسهم ولا شهره سواعاً. غير أن إمصان النظر بيا الأمر يبين أن مدالجة الشكلة بهذا الله إلى النظرة بقال منها والشلقة بتعوضات النظرة الذراء.

من وجهة نظير التفاوض على مطال الغزاج تعد تعويضات الديرين أداد المالية شكلة التوكيل القائمة بين الديرين وحملة الأسهم. تقول ثلك الروبا: إن من المكن توجهه مصالح الديرين بعيث تتعلق على مصالح حملة الأسهم، وذلك عبر برامج التعويضات المعنزة التي تدهي بالديرين إلى استخدام صلاحهاتهم بالنشكل الذي يخدم مصالح حملة الأسهم. لكن الشكلة تكمن . كما سبق أن رأينا . بها العاجة إلى طرف أخر غير الديرين أتصبهم، بطالعنا برزصة الأجوز والتعويضات الناسية. وضالك الكثير من الأسباب التي تصور في الاعتقاد بأن أعضاء مجلس الادارة بها توليهم كان الهمة لم بأبهها كثيراً أعسالي حملة الأسهم.

هـل بمكننا أن نواجه مشكله التوكيل الجديدة هذه بين أعضاء مجلس الإدارة من جهة وحملة الأسهم من جهة ثانية. بأن نقدم لأعضاء التجلس أنفسهم برامج أجور مدروسة بمناية قوامهـا الامويضـات القائمة على حقوق اللكهة حسنَّ، نحن بحاجـة إذاً إلى طرف جديد نعتــد عليه بق تصديــم التعويضات العملُّ ولاأعضاء مجلس الإدارة. إن من يقوم بتعديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة حالياً هم أعضاء الجلس أنفسهم. وطالنا أن أعضاء الجلس يستكـون بزمام تعويضاتهم بالنسهم فإن شرعنة تقديم التعويضات الضطمة التقائمة على حضوق اللكهة لن تضع حداً لشكلة التوكيل التي تحكم العلاقة بين الجلس وصفة الأسهم. بل إنها قد تقود إلى تأزيم تلك اغشكاة. بلا ظل هذه الطووف يمكن القول إن نزوع أعضاء الجلس إلى العمل على تضخيم فهمة تعويضاتهم من شأنه أن يؤثر بصورة سليبة على أدائهم.

صل علينا والحالبة هذه أن نبحث عن مجموعة جديدة من الضيراء المستنبن لتشكيل مجلس جديد نسميه معجلس الإدارة العالي، ونحوكل إليه مهمة تحديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة المالي، ونحوكل إليه مهمة تحديد تعويضات أعضاء مجلس الإدارة العالي سوف يوطنتون عبد المستخدية وكي نضمت أن أعضاء مجلس الإدارة العالي سوف يوطنتون عبد المجلس الإدارة الأطرء، وهكذا، إن عينية هذه الملسلة المنتوعة إلى ما نهاية بادية الميان، مجلس الإدارة الأطرء، وهكذا، إن عينية هذه الملسلة المنتوعة إلى ما نهاية بادية الميان، المجلس بحد ذاتها مفتاحاً للمل : هالاستقلالية، حتى إن اقترات بيرامج الموافز، لا يمكنها أن تضمن حماية مصالح حملة الأسهم. إلا إذا كان منبك ألهة ما ية نهاية المسلمة تبعل مهندسي برامج الموافز على مصبوباً على تصو أو باخر على حملة الأسهم أو مسؤولاً أمامهم، هذه الأسهم، هذه الأسهم أو مسؤولاً المهم، هذه الأسهم، هذه الأسهم، المجلس المهمة تعترن الربط بين أعضاء مجلس المهم، هذه الأسهم،

ربط أعضاه مجلس الإدارة بحملة الأسهم

مشكلة الحلول التي تركز على استقلاله أعضاء الجلس أنها لا تقدم بعد دائها ما من شأنه كسر جدار العزل الذي يقصل أعضاء الجلس عن حملة الأسهم، 11 كان انتضاب أعضاء الجلس وتحديد تعويضاتهم من الهام المعصورة كلهاً لج دوائر الجلس ذاته، إذا ما سلَّمنا باستقلالها عن نأثير الجهاز التنفيذي لج الشركة. هان نظام الحوكمة هذا يفتقر إلى الرساة الذي تضمن أن تأتي قراوات مجلس الإدارة جمهمها فريهة من سفهتة مصالح حملة الأسهم.

ومن وجهة نظرنا فإن السيل الأنجع لتطوير أداء مجلس الإدارة إنما يكون عبر زيادة نضوذ حملة الأسهم على حساب أعضاء مجلس الإدارة. علينا أن نجعل أعضاء الجلس ليس فضط أكثر استغلالية عن الجهاز التقيدي ولكن أيضاً أقل استقلالية عن حملة الأسهم.

والشق الثاني من هذه العبارة هو تحديداً ما من شأنه أن يزود أعضاه المعلس بحوافز أكثر هاعلية وفود لخدمة مصالح حملة الأسهم.

وعلى الرغم من أن التبهة الطلوبة لمحقة الأسهم يمكن إرساؤها عبير إعطاء هؤلاء دوراً وتهسأ في تحديد تعويضات أعضاء الجفس، فإننا ضود أن نو كل اهتمامنا هنا على مسألة إعطاء حملة الأسهم دوراً أكبر فهما يخص تبهن أو إعادة تعين أعضاء مجلس الإدارة، يفيني استبدال النظام الحالي الذي يجمل الوصول إلى كرسي الجلس أمراً منوطاً يكسب رضى وصداقة أعضاء طبعاس الذين يقدر دون بقر اوات التدريمية، إن مسألة تعين أعضاء مجلس الإدارة ينبقي أن تتبع على نعو جذري - على صعيد التطبيق العملي وليس فقط على صعيد النظر يأت الصلاحيات

إن إكساب أعضاء مجلس الإدار دشيئاً من النبية لعملة الأسهم من شأنه فن يصنح حداً لأشر بعض العوامل التي تدفع أعضاء القبلس إلى السهي وراء مصالامهم الشخصية الضيفة أو العمل على خدمة مصالاع الديرين بدلاً من الاضطلاع بمهمتهم الاحقيقية الملكة بة العمل على خدمة مصالاح حملة الأسهم. والتبعية لحملة الأسهم قد تحول رغبة أعضاء الجلس بة العملاط على مقاعدهم بة السورة الانتفاهية القادمة إلى حافظ وبهابي بدلاً من كوفها مؤثراً سلبها. كسا أن من شأقها أبضاً أن تعفز أعضاء الجلس على بناء سمعة طهيئة قوامها الحرص على خدمة مصالاح السهيئ. وربعا نبعث بة نفوس أعضاء الجلس الشعور بواجب الإخلاص لحملة الأسهم. ولا سهما إذا ما عارس السنشرون الؤسسانيون دوراً هاعلاً بة نفين أعضاء الجلس.

لهمذا العيب فإنشا نهد إزاقة جدران العزل التي لا تزال تقصيل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. ونطراً للصعوبات الكبيرة التي تعترض سيبل العمل الجماعي بين سفوف السهمين. فإن توسيع سلطة حملة الأسهم على حساب سلطة أعضاء مجلس الإدارة يصعب أن يضدم حلاً مثالهاً. غير أن التجرك فإ مهذا الألجاء يملك طاقات كامنة كبيرة من شأتها أن تساعد على تطوير حوافز الجلس وتصدين أدائه.

أسطورة انتخابات مجالس إدارة الشركات

تحتــل فدرة حملــة الأسهم علــى استيدال مجلس الإدارة موقـــاً حساساً بــين عناصر الصمورة الرائجة تنظام إدارة النسر كات الحالى. وعلى الرقم من أن صلاحهات المهمين ظبات ليمس من الفترض أن تجد طريقها إلى الاستخدام على نعو منتظم، شيان الكثيرين يسرون فيها صمعام الأمان الذي يعمى النشام من خطر الانفجسار، ولاا كان حملة الأسهم غير راضين عن أداء ممثلهم، فإن ديمتراطية الشركات تعطيهم كل المق يلا عزل مجلس الإدارة، أ. صدا ما أكدته معكمة ديلاوير الطبا ية حكمها الشهير ية فضهة شركة يونوكال ميز ابتروليوم.

غير أن الواضع يقول: إن صمــام الأمان هذا أقوب إلى الأسطورة منـه إلى الحقيقة ، إن معــاولات السهمين استيــدال بعض من طاقم الإدارة بفريق أخر ينتظــر منه أن يقدم أداه أهضل -الأليــة التي أشار إليها حكــم معكمة ديلارين العلها في قضيــة يونوكال- أكثر ندرة كليراً مما تقضي به الصورة السائدة لنظام الشركات الحالي.

وقت جبرى توقيق ندرة الانتهارة الانتهارية في دراسة حديثة قام بهنا أخيراً واحد من مؤلفي التحاليق". أقتاء مدة امتنت على سبع سنوات من 1996 - إلى 2002، لم نشهد معارك النخالية التعديد إدارة جديدة إلا في 30 شركة فقط من بين ألاف الشركات السهمة العامة. وفضلاً عن ذلك فإن معظم علك الشركات التي شهيت معارك انتخالية كانت من الشركات الصغيرة، عشر منها فقط نجاوز رأس مالها في العمولية العام الذي دارت فيه رحى المركة الانتخالية على إدارة الشركة فيمة 200 مليون كا. وفكذا فإن مدوت مصارك انتخالية بلا الشركات الشركات الكيرة التي يتجاوز رأس مالها في العوق 200 مليون كافان نادراً إلى حد الإهمال الشركات الكيرة التي تجاوز رأس مالها في العوق 200 مليون كافان نادراً إلى حد الإهمال الشركات الكيرة الشركة وستياً.

هنذا يعنسي أن صمسام الأمان المزعدوم. الذي يتمشل بة إمكانية عزل أعضناء المجلس واستهدائهم عبر صفاديق الاقتراع -والذي ينظر إليه على أنه يمثل ركفا أساسها من أركان نظام حوكمة الشركات الحالي- كان معظم الوقت معطالاً أو على الأقل خارج الخدمة. إن خطم التجويد من عضوية الجلس عبر ممركة انتخابهة أبعد كلهراً من أن يقدم حافزاً قوياً يعفع أعضاء مجلس الإدارة إلى التركيز كلهاً على مصالح حملة الأسهم.

لا تسلك بلة أنسه من العسميب أن تعدد بدخة المسمل المثالي لمعدوث تفهيهرات انتخابية -المسدل الذي يضمن تزويت أعضاء المجلس بالحواضرً المطلوبة دون أن يرتبب على الشركة تكاليف باعطية. لكن هنساك أسباب منطقية كثيرة تسيور الاعتماد بأن ذليك العدل المثالي

لا يمكنن أن يكنون قريباً من الصنسر ، ومن هنا فإن مسوغات الدصوة إلى إصلاحات تعطي . التهديد الانتخابي بعداً واقعياً عديدة وقوية .

تفعيل انتخابات مجالس الإدارة 💃 الشركات

خطوة صغيرة من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية لتعرض لنيران المديرين

تنظر هيئة الأوراق والأسواق المالية الأن يلا إقرار فاعدة فانونية من شأتها أن تطفعني لا حسالات معيشة سوية الحواجز التي تعترض طريق التحديات الانتطابية وتبعد شبحها عن أعضاء مجالس الإدارة، تهدف هذه القاعدة إلى إفساح المجال لحملة الأسهم. ضمن بعض الطروف الخاصة، تتضديم مرشحهم المنافسة عبر صناديق الاقتراع على عدد قابل من مقامد المجلس، وعلى الرغم من أن الأثر الفعلي لتلك القامدة سيكون على الأرجح مصبوداً جداً، فقد لقيت سلفاً معارضة شديدة من قبل تكتلات القديرين، وعلى سبيل المثال فإن تجسع الديرين العامين لا الشركات الكبرى والذي يحمل اسم طاولة الأعمال المستديرة ويتمتع بنفوذ واسع، قد شن مجوماً عنهاً على القاعدة القانونية المقترحة ?

هشالك جوانب مديدة بلا القاصدة المتترجة تبعل منها مجرد خطبوة أولى خجولة نحو تقعيل دور التحديث الانتخابية، أولاً: إن سيتاريو التدخل الباشر الفترج لن يبصر النور إلا إذا سيقة أثقاء الاجتماع السنوي الأخير حدث يطلق شرارة البدء ، وهق ما جاء بلا مشروع بين صفوف حملة الأسهم, والأحداث المطولة بإطلاق شرارة البدء ، وهق ما جاء بلا مشروع القاصدة القانونية . هي تصويت بنائيية الأصوات لصالح مقترح مقدم من أحد حملة الأسهم يطالب بفتح باب التدخل أمام حملة الأسهم, أو تأبيد بنسبة 35 بائلة لافتراح حجب الثقة عمن أحد أعضاء المجلس، وحتى في حالة توفر أحد هذين الشرطين وفتح الباب أمام حملة الأسهم للتوجه إلى مناديق الاقتراع، فإنهم لن يكونوا فادرين على تسمية مرشعيهم ما لم يحقلوا شروط امتلاك وحهازة قدر كبير من أسهم رأس مال الشركة.

وبالإضافية إلى ذلك فإن على أولك السهين (أو مجموعات السهين) إذا ما حصلوا على حق تسبية مرشعهم للإنتخابات أن يتحملـوا تكاليف حملتهـم الانتخابية بأنفسهم. حتى لو كتب لهم الفوز بلا معر كتوم الانتخابية. بينما تعلى الشركة كامل تكاليف الحملات الانتخاصة للمرشعين لقناضين المدي تم ترشيسهم من قبل أصحاب الشاصب في الشركة. وضدًا التضييق المالي صن شأنه أن يلبط العرائم ويقال من تواتم التصديات الانتضايية من جهدة، وأن يضمف أيضاً فرصة نجاح المعاولات القليلة التي تصل إلى صناديق الافتراع من جهدة ذائبة ⁸. إن حرمان قلك التحديدات الانتخابية من التنطية المالية يحكم عليها بمواجهة صموبات مالية فاهرة.

وأخيراً فإن القاعدة القانونية الفترحة تقدم عدداً فكيلاً فقط من مقاعد البهنس للبرشمين الذين دخلوا المركة الانتخابية على يد حبلة الأسهم وتمكلوا من النوز بأغلبية الأسوات. يعدد عدد الشاركين في المعلية الانتخابية من بين مرشحي السهمين بواحد فقط، في حالة البهنس الذي لا يتجاوز عدد مقاعده التسعة. واقترن فقط في حالة البهلس الذي يضهر 10 إلى 19 مضداً.

ومكنا فإن حملة الأسهم السنامين من أداء أعضاء الجلس عليهم (1) أن يسلوا على جمع التأهيد اللازم من قبل زملائهم من السهمين. الذين تقلب عليهيم مسفة الحيادية. لتحقيق واحد من شروط إطلاق شرارة البدد. (2) أن ينتظروا موعد الانتخابات القاهمة. (3) أن ينتظروا موعد الانتخابات القاهمة. (4) أن يحققوا شروط امتلاك وحيازة القدر اللازم من الأسهم لتسمية مرشعهم. (4) أن يتعملوا تكاليف إقدام الشهمين الأخرين بالتصويت لم شجهم في مواجهة غير التكافئة مع أعضاء المجلس الانتخابية من الشركة ذاتها. أعضاء المجلس الذين يتقون الدعم المالي الكامل لحملاتهم الانتخابية من الشركة ذاتها. (5) أن يقوزا بأغلبية الأصوات لصالح مرشعههم. وإذا ما كتب لهم اللجاح بلا جميع مراحل نتخاب الرحلة الطويلة والكلفة ، يكونون قد حجزوا لم شعبهم بالإنهاية المساف عدداً هيلاً فن سبياً من مقاعد المجلس؛ وهؤلاء الأعضاء الجدد قد يتجعون بالاكسب بعض النقوذ عبر حضورهم بإلا جماعات المجلس، لكلهم سيطاون بهدين عن دائرة سنع الترارات الهدة.

بالشامل فإن التغييرات المشترصة. إذا ما نظرنا اليها من منظور الأعضاء الأصلاء يه الجلس، لا تصلّل تهديداً حقيقياً بالتجريد من عضوية المجلس في حالة الأداء التميس. إنهم حسّس إذا منا واجهوا حالة من الاستهاء العام بين منصوف السهمين، لا يمكن استهدائهم إلا بعد أن يخسسوا جوئشين من التصويت تقصل بهنهما عدد من الزمن لا تصل عن السنة. ويصفنهم أعضاء بلا الجلس فإنهم سيستفيدون من التسهيلات المالية الكبيرة التي تقدمها لهم الشوكة، الأمر الدي يضمن لهم تفوقاً كبيراً على متحديهم من حيث القدرة على ام يودندا _____

البدل بسخاه في تمويل الاصلة الانتخابية في كل من الجولتين. وفية جميم الأحوال فإن خطر الاستهدال وفق هدنا السيتاريو لن يتهدد سوى ضبية صعدودة وسفيرة من مجموع أعضاء المجلس. ولذلك طبأن اقتاعدة القانونية المتنزحة ليست قادرة على توليد الاسفط اللازم للدفع بأعضاء مجلس الإدارة إلى إيلاه مصالح حملة الأسهم القدر الطلوب من الاهتمام.

ولكنن، إذا ما سلسنا بأن القاصدة الفانونية الفترحة لا تعلقه قوة تأثير حقيقية. لماذا إذا تمولت إلى مادة لنزاع عنيف بين مجموعات الديرين من جهة وبعض الستمرين الإرسسانيين ونشطاء السهدين من جهة أخرى؟ إن السهب يكسن على الأرجع بلا دلالتها المتوية أكثر منه به أفارها العملية: فهذه القاعدة إذا ما تبرافرارها ستكون خطوة إلى الأمام على طريق تقهيس سلطة الجهاز التنفيذي على الجلس الذي يفترضى أن يضم معتلي حدلة الأسهم. إننا نؤيد صدة الفاعدة القانونية بقوة. لأننا تأمل منها أن تمهد الطريق لخط وات عديدة أخرى بلا الاجهاد ذاته بلا الستقبل ؟. غير أن مقترع تدخل حملة الأسهم عبر صفادي الافتراع والذي لا يدول فيذ الدراسة بي أروقة هيئة الأوراق والأسواق المالية. لا ينتظر منه بعد ذاته أن يفلع بلا جعل أعضاء مجلس الإدارة أكثر النصافة بحملة الأسهم منهم بالديرين.

ماالذي ينيش فعلدا

منا الذي ينيفي فقاء إذاً؟ أولاً: ينيقي جمل طويق السهين إلى صفاديق الافتراع أسهل كيراً مما تقص عليه الفاعدة الفترحة التي لا نزال قيد الدراسة لدى ميثة الأوراق والأسواق المالية. عقدمنا ترغب مجموعة كيبرة من السهسين بي إيسنال مرشح منا إلى صفاديق الافتراع. فإنه ما من مسوخ على الإطلاق لإرغام مؤلاء السهمين على تحقيق نصر مؤزر بيا أحد الانتخابات ومن شم الانتخار عاماً كاملاً لدفوني الانتخاب الثاني، وبيا الواقع فإن هذا التأخير المطول قد يرتب على السهمين بي يعش الحالات تكفة بالمطة. ولا سهما عندما يكون تدخل المسهمين قد بات ضرورة لا يد منها نتيجة الأداد السيل قبطى الإدارة بتركيبته الراهضة. لذلك ينبغي بيا جميع انتخابات مجالس الإدارة تمهيد الطريق إلى صفاديق الافتراع أسام أي مجموعة من المسهمين شريطة تحقيق شروط عنية الافتالاك والحيازة . المحددة (ولنقل امتلاك كا بالمؤمن الأسهم لمدة لا تقل عن سنة قبل موعد الانتخابات). وبالإضافة إلى ذكرك فإن ندخل حملة الأسهم ينيقي ألا يظل مصدوداً سنم محاولات إمكالاق الانتخابيات التي تقتصر على قوائم قصيورة لا تشكل إلا جزءاً صغيراً من مشاعد المجلس، ينبغني أن يتمتع حملة الأسهم الذين بمقتدون شروط التنبة بالحق في الشاركة بالتعليمة الانتخابية بقوائم موسعة من شأنها أن تستبدل جميع أعضاء المجلس الحالي أو قسماً كبيراً مفهم، إن التهديد الذي تحمله التعديات الانتخابية التي تطرح قوائم طويلة من صدا النوع من شأنه أن يبعث في تقوس أعضاء المجلس الراعن شموراً جدياً بالمسؤولية تجاه مصالح حملة الأسهم، ويطبيعة الحال فإن تجاج تصاً انتخابي من هذا النوع من شأنه أن يكون له أثر أعمق على الشركة وعلى مصالح مسهميها من تحداً لتخابي بفتصر على فائمة قصيرة، ومكذا فإن القوائم الانتخابية الطويلة سوف تقتضي بالتسرورة توسع دائرة المصال الإعلامي قاني بمثل جزءاً مهماً من لقركة الانتخابية. لكن إذا ما أخذتا بالحسيان نمرة التصديات الانتخابية التي لا تدرج ضمن إطار الاستهاده المدوازي. فإن خفض سوية المواتى الني شعول دون تحديات القوائم الطويلة سيكون تطورةً إيجابياً من منظور المسالح المهال تلكي لاشاء كمن منظور المسالح المهالع الشوائة المسالح المدوائي من منظور المسالح المها للشركة.

وفضلاً من تمهيد الطريق أمام جملة الأسهم للوصول إلى صفاديق الاقتراع فإن هناك جملة من التدايير الأخبري التي ينهدد إمضة من التدايير الأخبري التي ينهدد أمضاء البطس إن التواعد للمعول بها بموجب قانون الشركات الحالي تومن لأعضاء المهلس تضايمة مالية كمامة للحملات الانتخابية التي يتومون بها بهدف الحفاظ على مقاعدهم وهي بذلك تتطبهم دهما كبيراً إلى الأمام في سيافهم غير المتكافئ مع المرشحين الخارجيين المحكوم عليهم بشميل حملاتهم ذاتهاً. ينهض في قد أحكام الفائون أن تصل على التعنيف من المحكوم عليهم بشميل حملاتهم ذاتهاً. ينهض في قد أحكام الفائون أن تصل على التعنيف من مسؤولية توزيع المواد الانتخابية اللازمة للتمريف بيرامج المرشحين المنتقبن الفين نجحوا في المحسول على شعر كاف من التأبيد في البولة الابتدائية ويرغيون في تعريف القافيين بيرامجهم على نحو أفضل، وبالإضافة إلى ذلك ينبغي إلزام الشركات أيضاً بتمويض جزء بير من الأعلوف التي تدميم في تحو أهضل، وبالإضافة إلى ذلك ينبغي إلزام الشركات أيضاً بتمويض جزء مين الأمواد التي تحتفيم في تحو أحدهم في التواثية.

ام يوذوا _____

تلك التدايير قد تواجه بالطبع بعض المارضة على أرضها ما يترتب طبها من تكاليف على حساب حملة الأسهم. غير أن تحقيق تطوير حقوشي على سميد العملية الانتخابية لإ الشركات بصب بلا نهاية الملاف، لا مصلحة الشركات والسهمين على حد سواء. والتدابير المنتزحة لا ترمي إلى تبديد موارد الشركة بإذ خدمة مرشعين عيثين لا يعطون بالعد الأدنى مـن التأييد ولا يملكون أي طرصة حقيقية للقـوز: بل إن الأموال المصدودة التي ستصرفها الشـركات بلا دعم التحديات الانتخابية الجدية ستكون ثبتاً زهيداً لإلجاز كبير على مسهد تطوير نظام حوكمة الشركات.

يستع أعضاء مجالس الإدارة حالها بعصانة مضاعةة ضد خطر الاستهداد عن الجلس. ليس فقط عبر التكاليف الباعظة التي تتهدد منافسيهم إذا ما أرادوا الوصول لجالس الإدارة ... بشائمة بديلة إلى صفاديق الافتراع، وإنما أيضاً عبر البنية المراحلية لجائس الإدارة ... الكثير من الشركات. يؤ مجلس الإدارة ذي الينية المراحلية يجري الافتراع في الانتفايات الدورية كل عمام على تلف مقاعد الجلس فقط، وكشيجة مباشرة يمكن القبول: إن حملة الأسهم، ويصدرف النظر عن درجة استهائهم من أداء الجلس، يجب أن يحسدوا الانتفايات تصالح مرشعيهم على صدى عامين التين إذا منا أرادوا استبدال غالبية أعضماء المجلس وسحب مقالب التمكم بالمجلس من يد الإدارة العالية. تجدد الإنسارة إلى أن غالبية الشركات ... المحالة المتعلم الإدارة العالية. تجدد الإنسارة إلى أن غالبية الشركات

ومجالس الإدارة ذات البنية الراحلية تؤمن لأعضائها الاحصانة والنمة ليس فقط بها مواجهة التعديات الانتخابية. وإنما أيضاً بها مواجهة خطر الشيراء العدواني لكلة كبيرة من أسهم شركاتهم. إن قانون الشركات الصائي يسمح لأعضاء مجلس الإدارة بالاحتفاظ بالوسيلة الدهاعية التي تعرف باسم ، ورشامة السم، وهي عبارة عن بند فانوني يشترطاعلى الراخب بها شراء كلة كبيرة من أسهم الشركة بتم تعديدها بها تفاصيل ذلك البند (عادة 10 إلى 20 بالشة) أن يحصل أولاً على موافقة صريعة من إدارة الشركة. وبالنتيجة فإن الشياري. إذا منا لقيت صفقة الشراء معارضة من قبل غالبية الأعضاء بها مجلس الإدارة. لنن يتمكن من إتمام شراء القدو الذي يريد من أسهم الشركة إلا إذا ما نجع بها تعريك المساقة. واذا سـا كان العبلس الذي يعارض واحداً من عروض الشــراء الفرية ذا بنية مراحلهة. فإن مؤيدي ذلك العرض سهكونون مضطرين إلى الفوز بلا الانتضابات على مدى عامين متتاليين كي يمهدوا الطريق لقبول العرض ~ ومن غير المألوف أن يبقى عرض الشراء العدواني هذا قائماً طوال تلك المدة.

إن الدور السلبي الذي يمارسه مجلس الإدارة ذو البنية الراحلية عبر تقويت القرص على بعض العروض القرية من شأنه أن يكلف حملة الأسهم غالباً. للا دراسة ميدانية حديثة وجديثة أما كوهبن، بالتعاون مع واحد من مؤلفي هذا الكتاب، أن الشركات التي يبدي مجلس إدارتها بنية مراحلية منصوصاً عليها للا ميثاق الشركة تتميز بانخفاض واضع في قيمة رأس المال¹⁰. تقدم تلك العراسة الإثبات على أن البنية الاراحلية لمجلس الإدارة تمثل واحدة من مسيدات تدني ظيمة وأس المال، وليس فقط انمكاساً لتمني تلبك القيمة. ومن هفا فإن الإسلاحات القانونية التي تفرض على الشركات طرح متاعد المجلس جديمها دفية واحدة للمشاركة في العنية الانتخابية. أو تشجيعها على ذلك على الأقل. من شأنها أن تسهم على نحو جدي في حماية مصالح السهمين.

وضع القواعد

هناك سبيل آخر للحد من استهشار أعضاه مجلس الإدارة بمسالح حداثة الأسهم. وصو إلغاء حق النقض «الهيتو» الذي يتعشع به المجلس هيما يخص إد شال التعديلات على الترتيبات الأساسية بلا نظام حوكمة الشركة. تتعدد ظك الترتيبات يلا سيفتها الأصلية إما عبد طوانين الولاية التي تحتضن مقر تسجيل الشركة. أو عبر ميثاق تأسيس الشركة، ينص طائبون الشركات الحالي، والذي لم يشهد أي تعديل بهذا الخصوص منذ سنوات طويلة. على أن المجلس وحده - وليس مجموعات المسهمين، مهما بلغ عديدهم- هو من يعلك المئ بتقديم المبادرات حول تغيير صفة تسجيل الشركة أو حول إدخال التعديل إلى ميثاق الشركة وبطرح نك المبادرات للتصويت عليها من طيل هموم حملة الأسهم.

شعلى فوانين الأوراق المالية الفهدرالية حملية الأسهيم المسقى في صياغية أفكارهم ومقدر حاتهم على شكل توسهات تحمل اسم قرارات حملة الأسهيم. لكن تلك الترارات لا تمصل منفة الإكرام. شهدت السنوات الأخيرة أعداداً منزاليدة من القتر حات القدمة من جماعات السهمين للإشركات يبدي مجلس الإدارة فيها بنية مراحلية. التي ندعو إلى توسيع الانتخابات السنوية تتضل جميع أعضاء الجلس. غير أن مجالس إدارة الشركات غالباً ما تعيل إلى تجاهل مثل نلك القتر حات حتى لو حطيت بأغلية الأصوات لدى التصويت عليها من قبل حملة الأسهم.

غالباً ما يعاول البعض تسويغ سيطرة أعضاء مجلس الإدارة على آجندة الشركات على فاعدة القول: إنّ نظام الشركات الأمريكية هو نظام فائم كلياً على «ديمتر اطهة المثابن» النبي تقيح لحملة الأسهم فلشاركة في سنع القسر از فقط عبر ممثلههم أي أعضاء مجلس الإدارة. من الناهية النظرية إذا كان بمتسور حملة الأسهم أن يستبدلوا أعضاء مجلس الإدارة بسهولة ويسسر ، فإن ذلك فد يكون كافئ أردع مؤلاء عن الجنوح بعداً عن رقبات حملة الأسهم وتطلماتهم فهما يضمى النضايا فلهنة والنوجهات الرئيسة للشركة.

غير أن استبدال أعضاء من البيلس، كسا سبق أن رأينا، مسألة معفوفة بالكثير من المسودات في ظل الترقيبات القانونية الحالية، وسوف نظل صمية الغائل حتى إذا تم إقرار الإصلاحات الانتخابية الفترحة التي ماز الت فيد الدراسة ية أرورة هيئة الأوراق والأسواق المالية. وفضلاً عن ذلك فريما كان حملة الأسهم واضين عن الأداء المام لإدارة الشركة. لكنهم مذلك يرغيبون ية وضع بعض الضوابط التي تحد من سلطة الإدارة أو تقلص من صلاحياتها بإدارة الارتجاب ينبغي أن يكون لحملة الأسهم القدرة على إحداث بعض الانتهبات إلى التيمان الإدارية مون أن يشغروا إلى ذلك إلى استبدال مجلس الإدارة.

إن عندم قدرة حملية الأسهم على إطلاق مسادرات التغيير والشاركية. إلا انتفاذ القرار بشأن تغيير أو تعديل بعض الترقيبات الأساسية النصلة بنظام حوكمة الشركة. قد أدى مع صرور الزمن إلى انعطاف تلك الترقيبات على نعو واضع بإذ الاتبناء الذي يخدم مصالح الجهاز التفهيذي على حساب مصالح حملة الأسهم. من الطيبي أن تعدد الشركات، كلما طر أت لديها مسائل أو ظروف جديدة. إلى تبني تعديلات بإذ مثيثاتها تقسع الجال لواجهة قلك السنجدات على نحو أكثر طاعلية، غير أن معظم الشركات، إلا مقبقة الأمر لا تبادر إلى قيني التعديلات اللازمة إلا إذا التيت قلك التعديلات الاستعسان لدى إداراتها أأ. ومن جهة أخرى فإن السلطات الحكومية التي تسمى بدورها لاجتذاب مزيد من الشركات إلى ولاياتها للتسجيل بلا فرودهـ أو نقل سجلها إليها ، لديها بالطبـع حساباتها التي تدفعها إلى مراعاة أهواء الجهاز الإدارى حتى لوجاء ذلك على حساب مصالح السهمين ¹²،

إن إعطاء معلة الأسهام الحق في إطلاق المبادرات والنصويت على الفتر مات بشأن تعديل صفة تسجيل الشركة أو إجراء بعد التعديل في ميثاقها، من شأته أن يعدت بين يوم ولهاة تطوراً نوعهاً في سوية حوكمة الشركة. وإعطاء السهمين مبلاحية إدخال بعض التعديل على الترتيبات الفاطمة لأسلوب الحوكمة من شأته أن يقال من الحاجة إلى تدخل الأطراف

ويلة المقيقة. إذا ما أعطي المهمون الصلاحيات اللازمة لإرساء القواعد الأساسية التي تمكن نظام حوكمة الشركات، سيكون بمقدورهم توظيف نلك الصلاحيات لمالية العديد من المسكلات التي أنينا على مفافشتها فيما تقدم من الكتباب، سيكون بمقدورهم وضع القواعد التي فساعد علمي تفكيك مجالس الإدارة ذات البنية الراحلية أو نفعيل التعابات أعشاء المسلمين بمقدورهم أيضاً إقراره ايلزم من التعديل بلا ميثاق الشركة لتطوير عملية تحديد أجور الديرية أو وضع الحدود التي يرونها مقاسية لضبط ترتيبات التدويضات.

اعتراضات ضد تغليص حصائة مجلس الإدارة

بعثرضي أنصبار سقطة الجهاز الإداري بشدة على أي مقترح من شأنه أن يقلل من ثنائة الجدار الذي يعزل أعضاء مجلس الإدارة عن حملة الأسهم. أو أن يجهل أعضاء البجلس عرضة لخطر الإفائة. كذلك فهم يعارضون أيضاً إعطاء حملة الأسهم مسلاحهة إطلاق الهادرات أو التصويت على الفترحات فهما يخص الترتيبات الأساسية المتطلة بنظام موكمة الشركة.

أثار عكسية؟

بعدر معارضو الإصلاح من أن إعطاء حملة الأسهم الصلاحيات التي تعولهم استبدال أعضاء مجلس الإدارة أو إعمال التغيير يلاميثاق الشركة سيكون له أثاره المكسية. ومجتهم _ ام بورداد، __

يلاً ذلك تقوم على الاعتقاد بأن مثل هذه التداهير سوف تذهب بالشركة إلى حالة من التمزق مـن شأتها أن تلهي إدارة الشركة عن مهامها المقرقب الأ¹، إذا أصبحت المارك الانتخابية هي القاعدة وليس الاستثناء ، فإن الشركات، على حد زعم مدارضي الإصلاح ، سوف تضعار إلى تحمل أعباء مالية إضافية كبيرة لا داعي لها، والأهم من ذلك أن جهود واعتمام الجهاز الإداري سوف تتحول عن الفعاليات المنتجة وتتشنت لا اتجاهات أخرى لا طائل منها.

غير أن إعطاء حملة الأسهم صلاحيات التدخل لا يعني بالضرورة أنهم سوف يدأبون على استخدام ثلك الصلاحيات بصورة منتظمة؛ بل إنهب على الأرجع ان يلجؤه! إلى استخدام ثلث الصلاحيات إلى استخدام ثلث الصلاحيات إلا يق الصلات النادرة النبي تتراق فهها عربية الإدارة عن سكة رعاية مصالح حملة الأسهم وترفض أن تصحيح مساوها متهاهلة الاستهماء التنامي الذي يسود صفوف السهمين، وهكذا فإن التكافيف الإضافية التي تترتب على إدارة المارك الانتفاجة.

وخلاضاً للعدد القليل من العالات التي ستضطر فيها الشيركات بالفيل إلى تحمل تلك التكاليث فيإن الشيركات بالفيل إلى تحمل تلك التكاليث فيإن الفوات الشهدين سنوف ثام على الشركات الشهدين سنوف ثام على الشركات أن مصلة الأشهد فإن أعضاء مجلس الإدارة، عندما يدركون أن مصلة الأشهد التأثير على التدخل في أي وقت، سهدن دون على القالب اعتباهاً أكبر بالقضاية التي تمس مصالح حطة الأسهد، ومن هنا فإن تغيير موازين القوى لجهة ترجيح كفة حطة الأسهد من شائة أن يسهم في تصدين دوافع وسلوك الجهاز الإداري في الركتير من الشركات السهدة العاملة ذات الملكية المؤتفة. إن إعطاء السهدين صلاحهات واسعة للتحقل عند الضرورة عدوف يجعل استخدامهم للكات المسلاحيات عموماً أمراً لا ضرورة له.

كذلك يعدر المار منون أيضاً من أن الإصلاحات التي تضعف من منعة الجلس يؤوجه تدخل حملة الأسهم ان تضرم ضلاً مصالح مؤلاء بقدر ما سوف تضرم «التوجهات الخاصة» ⁶⁴. وهم يرون إن إعطاء معلة الأسهم شدرة أكبر على إيسال مر شعيهم إلى مجلس الإدارة سوف يقود إلى التخابسات يكون الحسم فيها لصالح الرشعين ذوي التوجهات الخاصة الذين سيعملون معهم إلى مجلس الإدارة أبضد الهم الخاصة التجريهية أو البيشة أو الاجتماعية: كما أن إعطاء المعهمين صلاحيات واسعة لإعمال التعديل يؤ ميناني الشركة سيوف ينتهى على نعو مشابه أيضاً إلى خدمة برامج مجموعات من ذوي التوجهات الخاصة على حساب مصالح الشركة. غير أن معلاحيات الخسهمين القصوص عليها ليّ مقترحات الإصلاح تلك لا يمكن استخدامها إلا بعوجب التصويت وبتأييد فريق من حملة الأسهم يعوز على غالبية أسهم الشاركين ليّ عملية التصويت، ولا يعفى أن معظم تلك الأسهم ليّ حيازة المستلمرين المؤسسانين. ومعظم المؤسسات الاستثمارية لن تصوت ضد الإدارة إلا فيّ المسائل التي تستثمر فيها أن الإدارة تتصوف على نحو قد يضر كثيراً بتيمة رأس المال المسهم.

كذلك بسوق معارضو الإسلاح أيضاً حجبة أخرى مفادها أن معلس الإدارة يتقوق بوضوح فهما يخصى إدارة الشركة ، من حيث الخبيرة والمعرفة على أكثر حملية الأسهم حنكية وأوسعهم تقافة ²¹ . غير أن السهمين لا يتكرون على للجلس تفوقه من حيث المعرفة والخبرة: تشير الإحصادات إلى أن توجهات المسهمين المؤسساتيين أثناء مشاركاتهم في عطيات التصويب تمكس احتراماً كبيراً لما نظره معيالس الإدارة من أشكار وما تتبناه من مواقف، والسؤال هذا هو الثالية على يتبني فسالاً منع المسهمين من التدخل في العالات الشائرة التي يرغبون فيها بالتدخرة أن تكتيف أبادي السهمين من منشق الوصاية هذا يبدو غير مسوخ، ولا سيما إذا ما أخذنا بالتصيان أن رأس المال السهم يتركز إلى حد بعيد في أبدي الومستثمرين المؤسساتين. وكما قالت المحكمة الفيدرائية العليا في إحدى فضاياها المتعلقة بالأفراق المالية غان «الجهاز الإداري ينبغي أن يكف عن رسم سذاجة الأطفال على وجود المستعربين. أا.

ومثالث أيضاً اعتراض أخر يرضه معارضو الإصلاح يتطبق بعضالح السهمين على الدى البعيد، يقول العارضين: إن تنامي نفوذ السهمين قد يضطر الجهاز الإداري إلى التصرف كما لو كان مصاباً ويتصدر النظره ويدفعه إلى التركيز على تحقيق تناتج إجهابية على المدى القريب تمكنه من تفادي تدخل السهمين؟ أن قد سبق أن طرحت حجية داء هجر النظر بنهدد هذه بها النقاشات الأولى حول مسألة الاستهلاء العمواني. حيث جرى تسويقها كخطو يتهدد مستقبل الشركات وذلك بهدف تسويق تحصين الإدارة به مواجهة تحديات الاستهلاء ألا . لكن الواقع بيتر أنه ليس هناك أي إليات على أن ظاهرة قصر النظر تلك تمثل تهديداً مشيقياً بيجرد الخارجية؛

_____ أج. دون أداء _____

والحقيقة أن المطيات التجريبية تبيّر بوضوح أن الشركات الأكثر مقمة بلا مواجهة تحديات الاستهاد قد سبح الأحوال فإن الاستهاده تسجل فهمة سوفهية أدنى وأداء تقفيدياً أكثر تواصماً ¹⁹. ويلا جميح الأحوال فإن الاعتراضات القائمة على تهديدات قصر النظر لا ينبني لها أن تتجاوز حدود المطالبة يعصر صلاحيات حملة الأسهم بلا القدخل شمن مدد زمنها معدودة أو فرض تأخير زمني مناسب بدلاً من السماح لهولاء بالقدخل متى يشاؤون على أن تلك الاعتراضات لا تقدم بلا أي حمال من الأحوال قاعدة بمكن أن بينى عليها نظام لا يعطي حملة الأسهم أي فرصة مجلس الإدارة إذا ما أو ادوا ذلك.

وأخيراً فإن عزل المجلس عن دائرة تأثير حملة الأسهم أمر شروري. حسب زعم بعض المارضين. كي يتمكن المجلس من حماية مصالح أصحاب الحقوق الأخرى كموظفي الشركة على سبيل المثال ²⁰ غير أن تحصين المجلس بجدار عازل. وبالرغم من إضمافه من مسؤولية أعضاء المجلس أمام حملة الأسهم. لا يفرض على أعضاء المجلس أمام حملة الأسهم. لا يفرض على أعضاء المجلس أمام حملة الأسماء المحقوق: بل إن الإممان في تحصين المجلس يعفي أعضاء من كل أشكال المسؤولية، ويؤمن الهما المحمانية عند المساملية في حالة الأماء المسيحة الذي يضو بمسالح حملة الأسهم وأسحاب الحقوق بالن مماً. لذلك فإن الهنمين بحماية مصالح أمساب الحقوق لا ينبغي الهم أن يذهبوا إلى تأليد ودعم المجلس وتحصيفه، وحريًا يهم أن يسموا بدلاً من ذلك إلى الهمي الرغية في المحلس الحقوق أنفسهم.

ليس الأن!

يز عمم ممارضو إعطاء السهمين مزيداً من المسلا هيئات أيضاً أن الوقت، بلا جميع الأحسان أيضاً أن الوقت، بلا جميع الأحسان. لم يصن بعد للنظر بلا إصلاحات من هذا القييل أ² مقالاصلاحات الأخيرة، على حد زعمهم، قد تكون كفيلة بمعالجة مشكلات الناشي فيما يخصى نظام حوكمة الشركات ممالجة جذرية وشاملة: وعلينا حسب زعمهم أن تقتطر على الأقل يصنع سنوات كي يتسنى لنذا أن ترى أذار تلك الإصلاحات وأفافها قبل أن نخلص إلى الفول بالحاجة إلى مزيد من الاصلاح.

لا تسلك بلا أن الإسلامات الأخيرة تمكل خطوة إلى الأمام بلا الديد من التضايا، غير أنه، وكما أوضعنا سابقاً، لا أساس التوقعات التي تذهب إلى أن تلك الإسلامات من شأنها أن تقسم حلولاً جذرية لشكلات نظام حوكمة الشركات الحالي التي تكشفت بلا السنوات الأخيرة، وعلى وجه الخصوص فإن شرط استقلالها أعضاء مجلس الإدارة لا يمكن الاعتماد عليه بحد ذاته لضمان اضطلاع أعضاء الجلس بمسؤولهاتهم بوصفهم حراً ساً أمناء على مصالح حيلة الأسهم.

القصمة النسي سرمناها به هذا الكتاب هي قسمة نأسل أن تساهمه على إدراك حقيقة أن الإصلاحات الأخيرة على أدراك حقيقة أن الإصلاحات الأخيرة على أصبيتها غير كافية. لقد شنا بالإهبرول الكتاب يتشبغهم الدوامل الكثاب بأن الإحتماعية، التي تسهم بالاقويض فأعلية أعضاء مجلس الإدارة بالاقتمام بدورهم المهم يلاحمات مسالح حملة الأسهم، كما يشأ أيضاً أن الإصلاحات الأخيرة لا يمكن أن ينتظر منها أن تتجع بالإقتاء الكن لموامل أو النقف عليها، والوقت الأن لهي مقاسهاً علي الراقت الأناء بثارة موكمة الشركات.

الوغي والواقع

لقد ختمنا الفصيل 15 بتسليط الضوء على الأفر الذي يمكن أن يطلقه إدراك حقيقة المشكلات التعلقة بتعويضات الديرين على الواقع القطي تتلك التعويضات. ومنا أيضاً نزد أن نختم هذا الفصيل بالتأكيد على أمهية الإدراك الواعي للمشكلات التاجمة عن مزل أعضاء مجلس الإدارة عن دائرة تأثير حملة الأسهيم. إن الإدراك الواعبي لمثبيمة تلك المشكلات يمثل شرطاً سلفاً للشروع بالإسلاحات اللازمة لعاليتها.

كثيراً ما يجري تصوير سلطة العبلس ومنعته يؤوجه تأثير حملة الأسهم على أنها نتيجة حنمية العالة النبعثر الشديد للملكية التي تمثل سمة عامة لمعظم الشركات في عصرها الراهن. لكن الحقيقة أن جزءاً كبيراً من سلطة العبلس إنما يجد جنوره فيا القواعد الذائونية التي قصى على عزل الجهاز الإداري عن دائرة تدخل السهمين. ولنهير طك القواعد سوف يتلسس من حرية أعضاء مجلس الإدارة فيا الشطط بديداً عن مصالح حملة الأسهم ويقدم إسهاماً كهراً في تحسين نظام حوكمة الشركات. غير أن العوائق السياسية الشي تعترض طريق الإصلاحات القانونية الاضرورية كليرة وشائك.ة. فإدارات الشركات تشكل، ومنذ ذمسن، بلا سياسات فانون الشركات الأمريكي فئة مهمة تتمتع بنفوذ واسع. والسلطة التي تضمها القواعد القانونية بلا أيدي البهاز الإداري تعطيمه بدورها مزيداً من القسوة بلا هر به ضد الععاولات الراسهة إلى تغيير الوضع القائم. وكسا سبق أن تافشنا فإن الأطراف المهدة لسلطة الأجهيزة الإدارية. وبلا مقدمتها مطاولة الأعسال المستديرة، هد دأيت على شن حملات المارضة المنيقة بلا وجه مبلادات التغيير. الشي لم يسلم منها ذلك المفترح فائق اللهونة الذي قدمته هيئة الأوراق والأسواق المائية إس إي سي والذي ينصل على السماح للمسهمين بلا بعض الحالات الخاصة بتسهية عدد فليل من المرضعين وتقديمهم إلى صناديق الافتراع للمفاضعة على فلة ظيلة من مقاعد المجلس.

إن إحداث نغيير حقيقي في موازين القوى بين الإدارة وحدة الأسهيم يقتضي أن تبلغ مطالبية المستدريين بالإداري مطالبية الإداري مطالبية الإداري المستدريين بالإداري المستدريين بالإداري الأداري الكتبيرة على إعاقة علك الإسلاحيات التي من شأنها أن تسعب من صدا الأخير بعضا من سلطته ومن مكاسبه الخاصة، وهذا لا يمكن أن يحدث إلا إذا أدرك المستدرون وصناع القوار فدامة الانكانية التي تترتب على الترتبيات الحالبة، وأدركوا أيضاً إلى أي حد يتوقف حلى الترتبيات الحالبة، وأدركوا أيضاً إلى أي حد يتوقف خلى الشكلات القائمة على معالبية الشكلة الأساسية التشكة في مسؤولية مجلس الإدارة.

ملاحظات

مقنمة

عبارة منتبسة عن: كيم كلارك. مضفاتع الشركات: هل الشكلة حقاً لج بعض التفاحات العنقة. أم أنه المشعورة؟ ملاحظات معهد للنادي الصبعني الوطني، ذلا شبطا /شهراير 2003، كلهة الأصلال ع. عاد فاد د.

Kim Clark, "Corporate Seandate, is it a Problem of Bad Apples, or is it the Barrel?" Prepared remarks for the National Press Club, February 26, 2003, Harvard Business School.

- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «The Trouble with Stock Options,» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 51.
- 2- Hall and Murphy, «The Trouble with Stock Options».
- 3. Janice Recell, 434a Musey, Fewer Problems; Is it a Good Man to Got Rid of the S I Million CEO Pay Ceiling?» Fortune, March 31, 3093, 34.
- 4-Karvin J. Murphy, "Executive Compensation," in Hundbook of Labor Economics, vol. 3, Mr. 2, ed. Orely Ashenfolder and David Card, 2457 (New York: Elervier 1999).
 - يسين صورية بواسطـة التعثيل البهباني أن الزيبادة بلا حيث أوراق البصوت الأكاديمية حول موضـوع أجود الديرين العامين تتجاوز بوضوح الزيادة بلا إجمالي أجر الدير العام أثقاء أواخر التمانينيات وأواق التسيقيات.
- 5- Greef S. Crystal, In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Narion, 1991); Rubent A. G. Moniks and Nell Minow, Corporate Governmen. 3" nd. (Oxford: Blackwell Publishing, 2001), 221 - 225.

- 131 - 131

4 للإطلاع على نصوص مرجعية من عمل غيراء القانون انظر

Linds J. Barris, «The Overcompensation Problem: A Collective Apprench to Controlling Executive Psys., Indiana Law Journal 68 (1992); 59; Marc J. Lowerstein, «Reflection on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Further) Reforms, Southern Methodist. University Law Review 90 (1996); 201; CmTT. Bogess, «Executive Executive Compensation and the Fathers of Corporate Democracy», Buffalo Law Review 41 (1992); 1; Eric W. Orts, «Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firms. Vale Law and Policy Review 16 (1996); 265 - 329; and Chartes M. Yablos, «Bosse Questions - Executive Compensation is the Ern of Pay for Performance». Note: Dans Law Review 25 (1999); 271.

وللأطبلاع على نصوص تعاليج السألة من وجهة الفطر التؤسسانية أو الاجتماعية افطر على سبيل الثال

Michael Patrick Allm., «Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Countel and Managerial Compensations. Assertions Journal of Sociology 36 (1981): 1112 - 1123: Richard A. Lambert, David F. Larcher, and Krish Weigels. «The Struwter of Organizational Incentives. Administrative Science Quasarty 38 (1993): 438 - 461; Sydney Flabelstein and Donald C. Hambrick, «Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Prilitized Processes. Strategic Management Journal 10(1999): 121 - 134; Sydney Finkcherin and Donald C. Hambrick. «Chief Executive Compensation: A Syndnesis and Reconstillation... Strategic Management Journal 9 (1999): 543 - 538; Charles A. O'Railly III, Brim G. Main, and Greef S. Crystal, «CED Compensation on Transmument and Social Compensation: A 7aic of Two Theories.» Administrative Science Quasarty 33 (1993): 257 - 244; Sydney Pinkcharin. «Power in Top Management Topus. Dimpations, Management Journal 35 (1992): 505 - 538; James Wade, Charles A. O'Railly III, and Be Chandrate; «Golden Procedum: CEOs and the Exarcise of Social Influences, Administrative Science Quasarty 35 (1999): 547 - 693; and Mayer N. Zakl, «The Power and Functions of Bosefe of Directors: A Theoretical Synthesia. Assertical Journal of Social Societogy 75 (1999): 57 (1999): 751 - 752 (1990): 751 (

7. Oliver Jean Bhachard, Florencio Lopez-de-Silman, and Andrei Shleifer. «What De Firms Do with Cesh Windfalts?» Journal of Firmerial Economics 36 (1994): 337 - 340; David Yomack, «Good Timing: CEO Stock Option A wards and Company News Automacoustus. Journal of Finance 52 (1997):649 - 476. and Maximum Bartumd and Scuthii Mulliamitan. «Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principles Area, Quaterly journal of Economics 116 (2004): 901 - 932.

2.انظر

Lecium A. Bobchult, Jose M. Fried, and Devid I, Wolker, «Managenial Person and Rest Extraction in the Design of Executive Congenession,» University of Chicago Law Review 69 (2002): 73); and Lucian A. Bebchult, and Jesse M. Fried. «Executive Compensation as an Agency Problems.» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 72.

9- للأملىلاع ملى تحقيقيات من هذا التنظور بلة أدبييات العلوم النائينة والاقتصادية انظر على سبيل الثال:

John M. Abonel and David S. Kupha, «Executive Compensation-Six Questions That Need Agencying,» Journal of Economic Perspectives 13 (1999): 145-168; Munjaly, «Executive Compensations; and John E. Core, Wayne Guey, and David F. Lurcher, «Executive Equity Compensation and Inscentives: A Survey,» Economic Policy Review 9 (2003): 27-50.

كذاكه طآن روية التدافي على مطال الدراع تحطي بدعم وتأييد ها مهيدة من غيراء الدائون للإطلاع على بحض التقاشات المركزة التثويرة التي أدارها خيراء الغائون حول موضوع الدويسات الديرين انظر Frank H. Espectronit, «Managers, Discretion and Investors, Welfare: Theories and Evidences Delaware Journal of Corporate Law 9 (1984): 540 - 571; and Duniel R. Fischel. «The Corporate Governance Movement» Vanderbill Law Review JS (1982): 1259 - 1292.

Michael C, Joneco and Kevin J, Murphy, «Purformance Pay and Top-Management Inconives.»
 Journal of Political Economy 98 (1990): 225 - 264; and Michael C, Joness and Kevin J.
 Murphy, «CEO Incomives: It's Not How much You Pay, but How,» Harvard Business Review 46 (1990): 134 - 153.

_ اج برن اداء ____

؟ إه للإطباع) على واحد من الأحمال التقليدية القائمة على روية تعصب مثل تلك البواطع النفسية ينور عام وحساس الطر:

Abribati M. Malew, «A Theory of Huma Motivationa,» Psychology Review 50 (1943); 370-396,

- 12. Clarence B. Randell. The Executive in Transition (New York: McGrew Hill. 1967), 26.
- Lucian A. Bebchak and Yaniv Grinarin. «The Growth of Executive Pay.» working paper. Harvard Law School and Cornell University, 2004.

أ. الرواية الرسمية

عبارة مقتبسة عن إيرا إم. مياستين مأخوذة من

In M. Millatein, «The Professional Board,» Business Lawyer 50 (1995): 1478.

- Rafiel LaForts, Florencio Copen-de-Silenes, and Andrei Shirifer, «Corporate Ownership around the World.» Journal of Finance 54 (1999): 471 - 517.
- Adolf A. Berle Jr. and Gurdiner C. Messas, The Modern Corporation and Private Property (New York: Macmillan. 1932).

3- يمود المرجم الشياسي حول عدم السألة إلى:

Michael C. Jeson and William Mediking, «Theory of the Firm: Managorial Behavior, Agency Costs, and Ownership Struchers,» Journal of Financial Economics 3 (1976): 305 360.

- 4- Festion and Meckling, afficery of the First, 303 360: and Oliver Williamson, The Economies of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the First (Englewood Cliffs, NJ: Preside Hall, 1964).
- Michael C. Jenam, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Taborrers,» American Economic Review 76 (1986): 323 - 329.
- 6- Andrei Shleifer and Robert W. Vishoy, "Management Entrenchment: The Case of Manager - Specific lavestracata.» Journal of Fiduncial Economics 25 (1999): 123-140.

?» انظر على سپيل الثال: Delanere General Corporare Law, sec. 146

 John E. Core, Wayne Guay, and David F. Loecker, «Executive Equity Compression and Incomives: A Surveys, Economic Policy Review 9 (2003): 27-39.

9- انظر

Broker v. Bister, Delaware Supreme Count, 746 A.2d 244, 262-263 (2000).

1-0 - من الدراسات الصديقة التي تقدم تحقيقاً شاملاً حول لك ذلماولات البحقية (
(Acria) Mapple, «Escopin (Congamenta», in Handbook of Labor Economics vol. 3, Nr. 2, of Orbey
Advanticherund DerinConf(New York Elserier, 1999), NdS-2543 and Core, Gony and Lunder, «Executive
Escop Congamentas and Incomiteme. 2754.

11- من الأعمال الكلاسيكية من هذا للوضوع:

A. Minriam, «The Optimal Structure of Incontines and Ambority which and Organization.» Bell Journal of Economics 7 (1976): 105 -131; Bengt Helmanum, «Manuf Hazard and Olmarcalidity.»

Bell Numbel of Economics 10 (1979): 74 - 91; and Steven Shavell, «Bidl Sharing and Secondary in the Princeton and Agent Relationships.» Bell Journal of Economics 10 (1979): 35 - 23.

للا مليلاع على تحقيق حديث حول أشكاسات نظرية الوكيسل الرئيس على تتويضات الدير العام الطرة «Executive Compensation» الطرة «Executive Compensation»

12- انظر على سبيل الثال

Michael C Jesum and Kevin J. Musphy, «Performance Pay and Top Management Incommen.» Journal of Publical Economy 96 (1990): 225 - 264.

13 - انظر على سيبل الثال:

Lucion A. Bezhehat and Christine Jolla, eMonogerial Value Diversion and Sharehoter Wealth, Journal of Law, Economics, and Organization 15 (1999); 427-502

Ita Ive Kay, Ph.D., senimony before the Senate Finance Committee. April 2002. http://finance.senate.gov/hom/sept/control/04/1902/https://finance.pdf. 2 (accounted April 29, 2004).

15- انظر على سبيل للثال:

Frunklin Sayder, --More Fiscus of the Compensation Pazale,» Delaware Journal of Compense Law (2003): 129 - 183.

10- انظر

Jey W. Lorach, «Componening Corporate CEOn: A Process View,» Harvard Bestness School working paper #90 - 013, 1996, 48.

2. هل كانت مجالس الإدارة تساوم الديرين على مطال دراعها؟

عبارة مقتبسة عن أدم سميك. مأخوذة من:

Adum Smith. An Inquiry into the Neture and Causes of the Wealth of Nations (New York: Modern Library, 1937), 107.

- Stooy R. Kole, "The Complexity of Comprantion Contracts," Journal of Figure in Economics 43 (1997): 101.
- Starcy Burke, Gree Davis, Chris Lonyes, Cosor Marphy, and Sergio Scheckner, Board Setuctor/Board Pay 2002 (Washington, DC: Investor Responsibility Research Center, 2002), 43.
- 3- Burks, Davis, Lonyon, Murphy, and Schecheer, Board Strecture/Board Pay 2002, 41.

4- طائون الإيرادات التسريبية الداخلية. المادة 62 (m).

Internal Revenue Code, sec. 162(m).

الوظفيون الشعولية تعييضاتهم بأحكام هذه الشادة هم العيد العبام التقنيذي أو سن يتنتج بصلاحيات، والوطفون الأربعة ذور التعييضات الأبطى (طيعا عدا العير العام) بين معوم الوطفين الدين يجب على الشركة التصريح من تعييضاتهم بموجب أحكام قانون سعوق الأوراق المالية للعام . 1934 الفياء 1934هم) (التي تتضمن تعريف الوطفين المقادة 1932هم)، أما أعضاء مجلس الإدارة من غير الوطفين، الذين تربطهم بالشركة عمود استشارية أو الذين يتقاضون من المراحة التهام علما أمرى خارج حدود الهام القوطة بمضوعة العبلس، فلا ينظر كلا (1843 1943 و1843). هذا ينظر كلا (1843 1843 و1843).

- 5- Robert Charles Clark, Corporate Law (Boston: Little, Brown and Contputy, 1984), 194.
- 4. NASD Rule 4350; NYSE Eisted Compuny Mannal Rule 301A: Assertes Stock Exchange Compuny-Guidz szc., 121, 301009-; SEC Release No. 34 - 48745 (November 4, 2000); and SEC Release No. 34 - 48863 (December 1, 3003).
 - 7- تمامل سنوق الأوراق الالبة الأمريكية AMEX ، شركات الأممال المنفيرات مماملة استثنائية بعيت لا يطلب من تلك الشركات الصفيرة الألن يكون مجلس إدارتها مكوناً ينسبه 80 بالشدة أو أكثر من الأعضاء المستثنايا، لنظر دليل الفسركات السجلة بإدسوق الأوراق المالية الأمريكية، المادة (2002) 18
- 8- Poort Meyer & Partners, «Executive Pay Treads: Looking Forward and Looking Bands (2002): 3: and Genry Samues, «Companies Parry Up to Keep Discours: Boards Sone Have Become Het Sentus USA Totay, November 21, 2002, 81.
- UAL Corp Form 10 K (Ried March 28, 2003); 164; and Stanward Hotels & Reserva Worklands Inc. Form 16-K/A-1ffled July 7, 2003; J.
- Lucjas A. Beheink and Marcel Kahm. «A Printer-with for Analyzing Legal Policy towards Proxy Contests,» Colifornia Law Review 78 (1990): 1071 - 1135.
- Lucium A. Behchult, «The Case for Shambolder Accounts the Ballot.» Business Lawyer 59 (2001): 45 - 66.
- 12- Brien G. M. Main, Charles A. O'Reilly III. and Janes Wade, «The CEO, fin Board of Directors, and Executive Compression: Economic and Psychological Perspectives.» Industrial and Corporate Change 11 (1995): 302303-: Victor Braduny, «The Independent Director Heavenly City or Patential Village?» Harvard Law Review 95 (1982): 610, a. 39; and Benjamin E. Bernanius and Michael S. Weigheck, «Embagemently Chosen Bounds of Directors and Their Monitoring of the CEO,» American Economic Law Review 86 (1992): 96 97.

للاطلاع على مراجعة موسعة للأدبيات الاقتصادية عن موضوع مجلس الإدارة انظر:

Resjamin E. Herrantin and Michael S. Weishach, ellounds of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, Potential Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9 (2003): 7 - 26.

- (1- بين شهاد از انهر رسال أن 78 بالثلا من أصل 241 من الشر كات العامة فلسهمة المدينة في الشمة فلسهمة المدينة في فالشمة طور شن 500 التي شماتها المواسعة التي أجرياها في العام 1994 كان لديها لهندة ترشيع. وأن المدير العام التنميذي كان عضواً في ظلك اللهنة في الا باللا من علك الشركات. Anii Shèrdumai and David Yernack, «CEO Involvence» in the Selection of New
- Board Merobers: An Empirical Analysis, a Journal of Finance 54 (1999): 1634.
- 14- Burke, Davis, Looyza, Murphy, and Schackner, Board Structure/Board Pay 2002, 49.
- Main, O'Reilly, and Wade, wThe CEO, the Beand of Directors, and Executive Competentions: and Cynthin A. Monagemery and Rhonda Kanfirana, "The Bourd's Missing Links Marvard Business Review 84 (2003): 99.
- NASD Rule 4350, NYSE Listed Company Manual Rule 303A: American Stock Exchange Company Opide sec. 804; and SEC Release No. 3448745 (November 4, 2003).
- Daniel Nasaw, «Opming the Board: The Fight Is On to Determine Who Will Guide the Selection of Directors in the Fatare,» Wall Swort Journal, Decober 27, 2003, Rfl.
- 18 مدير عام شركة تاركو فام بصرف ميان 20 طورن 5 تواحد من أعضاء مجلس الإدارة. وتصديد؟ اللسيد فر الله وولائل، على شكل مدولة وساطة، تقديراً له على دوره ية ترتيب إحدى الصفقات. النظر:
 - Jeffrey Kramer, «Tyco Sucs 2 Ferract Executives Accused of Pay Ampropriety, a Covernm.» Basses Globe. June 18, 2002. DI.
 - مديسر مسام شركة ووردكسوم. السيد بهر نسازد إبرس، وافق لعنصب ومجلس الإدارة ورئيس لينت التعويضسات فهها، السيد ستايلس ايه. كهليت الاين. على استثنجار طائرة من طائر أنت الشركة، من طبر لا طالكون 20. نشباه أجر طدره ا 5 شهر يا يعناف إليه 400 ك.ج الساعة وبعض الفقتات اليسهيلة

الأخرى، وذلك بلة زمن بافت فها القيمة العادية ليدل استثجار طائر دمن طائرات الشركة ما لا يقل من بضمة ألاف الدولارات قضاعة الوامدة. انظر:

Supen Publism, Sund Sandierg, and Deborth Solomon, «WorldCam Bhard Will Committee Reviseding Ethers") Soverpace,» Well Saved Journal, September 10, 2002. Al. شهرت قوسة عقد الإيجاز بين 1، ا مليسون 5 و 3، ا مليون 5، وقد افترج ريشت ارد يريدن، الراقب التكفف من قول عيلة المسكمة بدراسة ملابسات ذلك المقد وتقديس فهنته، بأن يسدد السيد كيليت على بالأقل 1، الميون 5 إلى خزيفة الشركة.

Christopher Stem, «WorldCoss Director Unged to Leave,» Washington Past, September 13, 2002, EB).

توسل كيابت أخيراً إلى تسيية مفاهما أن يلوم بتيريني وورد كوربممتر 3,000 عن كل ساعة. بعيست يسدد مبادأ أشدرد 6,150,000 إلى خزيقة الشركة ويتعلى من جميع الأنساب والاستحقاقات. الأخرى التراك بالاذمة الشركة.

19- للإمالا وعلى تقاصيل الأمظة الوازرة في عند الغفرة النظر

Gary Strauts, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Beants?» USA Today, March 5. 2002. 1A.

- Victor Brazinery and Alten Ferrelt, aCorporate Speach and Ciriconship: Corporate Charitable Giving a University of Chicago Law Review 69 (2003): (197.
- 2)- Species, «Do Conflicts Cloud the Objectivity of Boards?»
- to re Ossele Cosp. Derivative Litigation, 824 A.2d 917, 920 -921 (Del. Ch. 2003).

2- هشالات دلاقل تؤكد أن المديوين وأحضداء مجالس الإدارة يسمون سوماً إلى إفتاع غركاتهم بالتديرة للجهات الخيوية التي يفضلونها، وعلى سيل المثال فقد انشرع الدير الهام الفاور لشركة فوود ، الديد جالد نامسر . دعهداً من الشركة بتنديم منهدة دواسهة ياسمه لمرسة بشتازها بنفسه. انظر:

Joseph S. Lublin, «Many Former Chief Excessives Got Lasth Porbs and Far Fees for Limited "Committing" Works, Wall Servet Journal, Suptember 13, 2002, B1. Richard A. Oppel Jr., «Genate Paart Says Earne's Board Could Have Stopped High Risk Practices.» New York Times, July 7, 2002, 1,

 NYSÉ Listed Company Manual Rule 201A; RASD Rule 4530; and American Stock Exchange Company Guide soc. 123.

تر كـز بلا الفاقشة التاكية على شروط التسجيل بلا سيق نيويورك للأور اق الكاية MYSE وذلك بسهب. ما تمتع به علك السيق من أصبية كبيرة وشهرة واسمة.

26- NYSE Lined Company Manual Rate 305A-02(b)(ii).

تحدد ناسداك وأميكس سلف ناك التميينيات بالقيمة 540,000. انظر،

NASD Memel 420fca)(H)(B); American Stack Exchange Company Guide sec. 121A/b).

75. تعقيباً على اقلامه الافاونية الا ((1938-1938) في الغير الشركات السبطة بلا سبق تيهيورك الدلالية بمكن القول إن معاييز ناسداك أكثر تشدداً فيمنا وخصى عند القطالة أخضاء منها والافاون الإلازارة الذين الربطية الأولى مع يعض العاملين بلا الشركة، والذين يستوطين الساملين بلا الشركة، والذين يستوطين السروط النسمية كأهضاء مستقاين وطلق معايير سهة نيويورك الدلارة الثالية. لا يعدن أغضاء مستقاين وطلق معايير سهة (1906-1938)

26- NYSE Lineal Commony Manual Rule 303A(2)(b)(v).

المسمود المتسدة من قبل سول الأوراق للالهية الأمريكية وكذلتك أيضاً من قبل ناسداك هي 500,000 أو كرائلة من إجمالي المائمات

American Stock Exchange Company Guide, sec. 12 (Appl); and NASD Manual 4200(e) (MILDA

19- تعليق خاص بالقاعدة القانونية

MYSE Listed Company Manual Rule 303A(2)(b)(v).

16 Kevin Halleck, «Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interfacting Relationships,» in Executive Compression and Sharsholder Value: Theory and Evidence, ed. Januarie Componer and David Yermeck (Banner, Klywer Academic Publishers, 1999), St.

- لاستكشاف المواصل التي تشجع على نشايات عضوية مجالس الإدارة على مسئوى الديرين العاميّ انظر
- Elicar M. Fick and Lawrence J. White, «Why Do CEOs Recigrocally Sit on Each Other's Boards'to working again. New York University School of Business, 2001.
- Ivan E. Brick, Oded Palmon, and John K. Wild, «CED Compensation. Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronylum,» working paper. Rusgers University Business School, September 2002. 24.
- Main, O'Reilly, and Wade, «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compountation».
- وبمسورة مشابهة فإن أجسور المهر العام تميل إلى الإرتفاع أكثر. واحتمال مصورك على مطلة مهوث ذهبهة بفعو أكبر. كلما كانت نسبة أمضاء الجلس النقار جين الميتين بلا عهده أكثر ارتفاعاً.
- Ralank Kharma, Searching for a Corporate Sevice: The firminant Quant for Charismatic CEOs (Princesos, NJ: Princeton University Press, 2002), 83.
- 34- Kharana, Soutching for a Corporate Savior, \$4.
- Melvin A. Euroberg. «The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations.» 7th Annual Corporate Governance Institute. SE39 ALI-ABA (1999): 197-118.
- Main, O'Reilly, and Wade, wThe CEO, the Bounder Directors, and Executive Compressions, 304.
- 37- Burke, Cerris, Lenyza, Murphy, and Schuckwer. Board Structure/Board Phy/2002, 47.
- Graef S. Crystal. In Search of Excess: The Overcompensation of American Economics (New York: W. W. Norkes, 1991).
- Main, O'Reilly, and Wade, eThe CEO, the Board of Uncestors, and Excessive Compensations, 319 - 320.

400- أنساء السام 2003، هبسبت الناشاء شركة الكبرى من الشيركات المسهمية العاصة العينامية والخدمانيية. جميمها فيما عدا ها هيئة منها، إلى إدخال حقوق اللكهة شمن بنية أجهز أعضاء مجالس الإدارة.

Pearl Meyer & Purtaers, 42003 Director Comprehensions (2003): 9; http://www.execpty.com/ResDir-kim (accounted June 23, 2004).

- 41- George P. Baker, Michael C. Jessen, and Kevin J. Murphy. «Compensation and facentives: Practice vs. Theory», Journal of Finance 63 (1998): 614.
- 42- Journal of Financial Economics 51 (1999); 37 1-406.

43- كلا طبلاع على واحدة من حالات زيادة حجسم رزم الأسهم القدمة لأعضباء الجلس السنكلين. انظر:

Charles M. Bhos, «Executive Over-Companision » A Board-Based Solution», Boebs College Law Raview 34 (1993): 941 • 993.

44- روسا يفضل الديرون بقاء الأصر على هذا النحو. هنالك بعض الدلائل التي تشير إلى أن الديريت المامن يصاولون هليص حصة التعويضات القائمة على حقوق اللكهة من إجمالي تعويضات أعضاء المجلس، وذلك بهدف هليص حواضرً المجلس إلى مرافضة أداء الدير العار، انظر:

Harley E. Rynn R. and Roy A. Wiggins III. «Who is in Whose Podect Director Compensation.

Bargaining Power, and Barriers to Effective Monitorings, working paper. Louisiana State
University and Bentley College, 2003.

- Richard M. Cyert, Soi-Hyun Kang, and Provent Kumar, «Corporate Governance, Tabasovers, and Top-Management Compression: Theory and Evidences, Management Science 48 (2002): 453 - 469.
- 46- Eugene F. Farm and Michael C. Jennes, «Separation of Ownership and Control», Journal of Law and Economics 26 (1983): 301 325.

47- انظر على سبيل الثال:

Gotte Angad, «Boulds Trauble: Ties to Two Firsts Tainted by Scandel Hauss Top Doctors, Wall Street Journal, December 24, 2002. Al.

48- انظر على سبيل الثال

Jackes Green, «Savage Business.» American Prospect 13 (2002): 14 - 15.

49- انظر على سبيل الثال:

Main, O'Rolly, and Wale. "The CEO, she Board of Directors, and Executive Compensations, M2 - 393.

- Jay W. Lorsch and Krishne G. Palepa. «Limits to Board Effectiveneum working paper.
 Harvard Business School. 2003. 3.
- 5) Khusan, Southing for a Corporate Savier, 81 118.
- Judich Burna, «Everything You Watered to Knew shoet Corporate Government But Dish't Know to Aulo. Well Street Journal, October 27, 2003, 84.
- Sidhy Ausin Brown & Wood LLP, oBest Practices Calendar for Corporate Boards and Committees (Narch 2004): 1-2.
- Panick McGeehan, «Quich: What's the Bean Multing?» New York Times. September 21, 2003, ecc. 3, 8.
- 55- Crystal, in Search of Excess, 42 50.
- 56- Warren Beffest, Ictor to shareholders of Berkahire Hindannay, Inc., included in the Annual Report to the Shareholders of Berkahire Hindannay Inc., Folyamy 2004. 8: http://www. beskahireholdersy.com/reners/2003/str.pdf/parcensed.April 30, 2004).

75- لإقساء قطارة من داخل الشركة على الأليات التي يتبعها البطس يلا استخدام مستشاري. التعريضات لتسويغ أجور الديرين قطار، Crymal, in Scorts of Eccar. \$\$- مذه السارة مقتسة من: Warren Buffen, lester to shareholders, \$

- 59- Carol J. Leonaia, «This Stuff is Wrong», Fortune, June 25, 2002, 74.
- Stant Gillan, «Has Fuy for Performance Gone Awry: Views from a Corporate Governance Forum», Research Dialogue 65 (2001): 116-.
 - الاطلاع على دراسة حديثة نهية أن أجور الدير العام تبلغ مستويات أعلى الا الشركات التي
 تستخدم مستشارى التعويضات منها به الشركات النظيرة التي لا تعلى انطر:
 - Mania J. Conyon and Simon J. Peck, «Compensation Consultants and Executive Pay», working paper, The Wharton School, University of Penseylvania, and Westberhead School of Management, Case Western Reserve University, 2004, J.
 - تقبوم هنذه الدراسة على مطلهات من الملكة التصدة، لكفئا نعتقد أن مطهبات الولايات التحدد تخيل بين طبائها النوع ذاته من الترابط.

62- ثبليث على القاعدة القانينية:

NYSE Listed Company Manual Rule 303A(5)(b)(ii).

- Kavio J. Marphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Law Review 89 (2002): 847.
- 64- Khurana, Scarching for a Corporate Savior.
- Michael S. Weishneh, «Outside Directors and CEO Turnover», Journal of Financial Economics 20 (1998): 453 - 454.
 - بعضى الدراسيات الأخرى التي ركزت اعتمامها على الشركات العاملة بإذ فطاح السناعة تبين أيضاً أن حضور أصحاب النامب بين أعضاء البولني باللمي من احتبال إطالة الدير العام يلا هائمة الأداء الضعيف، وعلى سبيل الثال قضد وجد وورين بوكر أن احتبال استبدال الدير الصام ذي الأداء الضعيف يتناقص بوضوح لا شركات تصنيع أنصاف النوائل مع ازدياد نسبة الأعشاء الداخليين (من أسحاب النامب) بلا مجلس إدارة الشركاء انطر:
 - Warren Boeler, "Power and Managerial Dismissal: Scapegosting at the Tops, Administrative Science Quanterly 37 (1992): 400 - 418.

وليس مفاجئاً أن امتباع إفااته الدير العام لأسياب تتطبق بنسف الأدام يلا الشر كات التي بشغار فهما الدير السام ذاته منصب رفيس مجلس الإدارة أصغر بوشوح منب بلا الشر كات النظورة التي يسود فهما الاصال بين النصيين.

Videan K. Goyal and Clast W. Park, "Board Loaderskip Structure and CEO Turnevaria, Journal of Compress Finance 8 (2002): 49 - 66.

- Desir B. K. Lyons, «CEO Casantius: A Buttlefront Report», Directors & Boards (1999):
 43 45.
- Hobras W. Jenkins, «Outragones CEO Psy Revisionb., Wall Street Journal, October 2, 2002. A17.
- Mussymma Substanzaian, Ameyo Chalenbarry, and Shahbar Sheikh, «Performance Incomives, Performance Pressure, and Executive Turnaver», working paper. Branders University, 2003.
- 69- Claria McNeil, Greg Nijshaux, and Eric Powers, «Management Turnover in Subsidiarios of Conglomerates versus Stand-Alone Firme», working paper, School of Business, Form State Eric, and Moure School of Business, University of South Carolina, 2003.

70- انظر على سبيل الثال

In M. Milineia and Paul W. MacAsoy, "The Active Board of Directors and Performance of the Lurge Publicly Traded Corposation," Cohembia Law Review 98 (1998): 12831323-; and Mark J. Lucwessein. "The Committees of Executive Compensation," Wake Forest Law Review 25 (2009): 15.

قدرة المهمين المعمودة على التدخل

عهارة مقتبسة عن بريم قد آيستر،

Broken v. Eisner, 746 A.24 344, 363 (Del. Say. 2006).

 Linda J. Bartu, aThe Overcomponentian Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Phys. Indiana Law Review 64 (1992): 82.

- 2: Bretse v. Eisser, 746 A.2d 244, 259 63 (Del. Sup. 2000).
- J- Zupnick v. Golzsess. 698 A.2d 384 (Del. Ch. 1997).
- 4-Steymer v. Meyemon, C. A. No. 13139, 1995 WL 441999 (Del. Ch. 1995).
- Mark J. Loewenstein. «Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Farther) Reform, » Southern Methodial University Lew Review 50 (1996): 201 - 223.
- Randalf S. Thomas and Kosacci J. Martin. «Litigating Challenges to Exceedive Pay: An Exceeding in Fability?» Wimbington University Law Quarterly 79 (2001): 376 - 579.
- Brahm v. Bismer, 746 A.2d 244 (Dal. Sap. 2000); In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003).

قه نشاش هبر الهاشف يلاه أبر/أضبطين 2000 مع كل من ألي موناكبو و أنياد دنياة من مركز بحسوت مسؤولية حماية المستثبرين (IRRC). كانت أثياد دنياة قد أجرت دراسة بتكليف من المركز IRRC وجد فهما أن 40 باللغة فقط من شركات إس 4 بسي 500، و 33 باللغة فقط من شهركات إسس 4 بي 1500 كانت قد اعتمدت برامج تعويضسات قائمة على خهارات الأسهم لا تتبتر بحصادفة السهمين

 Randall S. Taonas and Kenarch J. Martia, «The Determinants of Shamholder Voting on Stock Oction Planes, Walts Forms Law Review 35 (2000): 44 - 51.

10- للاطلاع على مثال لواد الدعاية الانتخابية التي تنطلق من أن الأدر الوحيد للنبجة نصبهت المسهمين هو تحديد صا إذا كانت الشركة ستستميلا الشروط المطاوبية الاقتطاع تعويضات الديريت الطروحية للتصديبات التي تصدر الشركة طس اعتمادها بلا جمهيج الأحوال. من الاتزامات الضربيبية أم لاء النظرا

Finova Group Iec., Schadele IAA (filed on April 2, 1997); and Home Depot Schedule IAA (filed on April 19, 2002).

Invantants Advisors Act Relaxet No. 2106 (Jonesty 31, 2005); Flool Rule: Disclosure of Presty Voting Policies and Prosy Voting Records by Registered Management Invasitions Companies; SEC, 7 CFR Parts 239, 249, 270, and 2; Release Nos. 33 - 8168, 34 - 47304, IC - 29922; File No. 57 - 36 - 40; RIN 3235 - A164.

لكن لها كان المعتمرون يهندون خياراتهم طها يخسس المستاديق التعاوية مضى فاعدد الأراء الاستثماراي اكل من تلك الصناديق وليس على فاعدة الواقف الانتفاهية التي تبدر من كل منها لما ي مشاركته بلا التصويت على قضايا حوكمة الشركان، وإننا لا نتوفع أن وجوب الإشهار يسكل حالاً حقيقهاً فشكلة انعياز المستاديق التعاوية إلى منت الميرين بلا مشهات التصويف. واسبيل الأكثر فاطهة قمل مشكلة الانعياز قلك إنما يكنن باستدادتنا بلا الشراط تصويف السهمين بلا حو من السرية التامة.

- David Parthibus, Rabel Kocher, and Edward Levitas. "The Effect of Institutional Inventors on the Level and Mix of CEO Computation." Academy of Management Journal 41 (1998): 200 - 208.
- Pai-Wing Tam, "Mervice Sucs. Seeking to Foll Company Deal," Wall Street Journal. March 29, 2002. A3.
- Jennifer E. Bothel and Staan L. Gillon. «The Impact of the Institutional and Regislatory Environment on Shareholder Voings» Financial Management 31 (2002): 29.
- Staat L. Giltan. «Opion-Besed Compression: Paraces or Pandota's Box?» Journal of Applied Composte Finance 14 (2001): 124.
- 16- Bediel and Gillan, «The Impact», 44.

17- انظر:

SEC Release No. 14 - 48196 (File Nos. SR - NYSE - 2082 - 46 and SR -NASD -2002 - 14074 Amer 38, 2003); and SEC Release No. 34 - 46872 (File No. SR - Ameri - 2003 - 100) (December 3, 2003);

18. Thomas and Martin, «The Decemingson,» 58 - 59.

<u>350</u>

10ء لنظر :

Georgicon Sharcholder, «Assumi Corporate Geocommer Review» (2003): 3; and Brian R. Cheffins and Roadall S. Thomas. «Should Shareholders Have a Geoser Say over Executive Phy? Lummag from the U.S. Experiences, Journal of Corporation Low Studies 6 (2001): 200.

يسين شيئينس و لوماسس أن الوسم الانتخابي كمام 2000 قد سجل فيسام حملة الأسهم بإطلاق مشروعات نوسيات تعلق بتعريضات المهيرين بية 63 شركة من بين الشركات الألف الرائدة بين عموم الشركات المسيمة العامة بية الولايات التحدة.

- Randell S. Thomas, and Komoth J. Martin. "Should Labor the Allowed to Make Starcholder Proposals?" Washington Line Review 73 (1998); 41, 68, 76.
- Andrew Countryman, «Board Vern Buile Harts Up: Sharehalder Activists Practing for Switch to Annual Elections,» Chicago Teibune, June 14, 2003, 1.
- Tom Petrano, «Accivist torosters Midding toroside» Los Angeles Timos, May 13, 2003.
 Pt. 3, 1.

تهماً المعطبات التي تم يصنعها من قبل مركز خدمات السنتدرين الاؤسسانين وإن نسية ما لاد مختال ميز التقيية إلى الهوم من عموم قرارات التوسية التي حطبت بناييد خاليها، حملة الأشهيم لا التهمائيز 10 بالشاء القدائد وقد شهدت هذه النسبة بعنى الازديماء بنا الأزنية الأخيرة تلكها لم تزد بعد على 10 بالثلة، فود هنا أن تعهد عن خالص شكرنا واستانتها السهد بالازياد ماكنارن، نائب وثهى مركز خدمات السنتدرين الإسسانين لكرده بنازوينا بوده المطوبات.

أ- حدود قوي السوق

عبارة ملتبسة عن فرانك إنثى إيستريروك.

Fruit H. Entertreek, -Managers' Discretion and Inventors' Welfare: Theories and Evidence,- Delaware Journal of Corporate Law 9 (1984): 570.

1- Frank H. Essterbrook, «Monagers" Discretion and Investors' Welfares: Daniel R. Fischel, «The 'Race to the Bomon' Revisited: Reflections on Recent Developments in Delegrac's Corporation Levy. Northwestern University Law Review 76 (1982): 9 16 - 920; and Eugens F. Fares, «Agency Problems and the Theory of the Firm,» Journal of Political Economy 88 (1980): 289.

2: Lucian A. Belechat, «Faderalism and the Corporation: The Desirable Limbs on State Compenies in Corporate Law.» Harvard Law Review 105 (1992): 1461 - 1467; Lucian A. Belechat, «Limiting Contractual Freedow in Cooperate Law: The Desirable Constraints on Chaster Amendments,» Harvard Law Review 192 (1989): 1860 - 1866; Lucian A. Belechat and Mark J. Ros, «A Theory of Path Depositence in Corporate Ownership and Governance,» Sunford Law Review 52 (1999): 142 - 153.

توبنسج صداد الأعمال أسهاب عجز شوى السوق عن أن تضمن أن شرارات أصحاب الناسب. بشأن إمادة الاندماج، بشأن نديل مؤثل الشركة، وبشأن ينبة ملكهة الشركة. سوف بتمو يالفيل الشعر الذي يجسد مصالم جدلة الأسهم بالشكل الأمل.

 C. Edward Fox and Charles J. Hadlock, "Raids, Rewards, and Rejutations in the Market for CEO Talcas." Review of Financial Studies 16 (2003): 1327.

ويمين القائمون بهيفه العراسية أن نسبة التعيينات الغارجية بين عموم تبهينسات الديرين العامين التي جرث أنقاء الدد 1998-1998 والبائغ عددها 1986 لا تتهاوز 5.03 والتلة فلط.

Melvin A. Einenburg, «The Structure of Corporation Levin Columbia Law Review 894 (1989).

5- Fee and Hadlock, effects, Rewards, and Reputations.» 1352.

ة- يعسول بيوري وزيئر تقديرات مفادها أن الدير العبام الأوسط ملى معيد شركات إس قديي 1900 قدرينج أو خسر أثقاء العام 1997 ما قيمته 11.5 مقابل كل 11,000 ويعها أو خسرها السومون.

Tod Perry and Marc Zenner, «CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment on Shareholder Expropription?». Wake Forest Law Review 35 (2000): 149.

ويصبوره مشابهة فقد فعر هول واليهمان حساسية تروة الدير العام لقهبة رأس المال السهم

أشباء العام 1998 بما يضارب | 13 كل 1,000. وقيد استداعة مسايهمنا التطديري إلى شركة فهاسية تبلغ الفهنة السوقية لرأس مالها | مهار 5.

Brian J. Hall and Jeffley B. Liebeam. «The Texation of Encoulve Competention.» Tax Policy and the Economy, vol. 14, added by James Poinths (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 6, fat. 1.

وسن العرجم أن حساسية هروة الدير العام لقيسة رأس المال المسهم قد أصدت فيها أكثر انتظامناً بلا الماضي، استقاداً إلى المعليات التوافزة عن الد1974 - 1976 قام جينسن و موريلاً بإجبراء حساب العجيري نحساسية فروة المهيز العام لقيمة رأس المال النسهم أشاء علك الد3 الهكرة، وخلصنا بلا ذلك إلى القيمة 55.53 كان 51.000 وبهي قيمة تضمئت تعديلاً يعقدار 0.30 كانك 1.000 كياً غذ والحسيان خطر الصرض للإقالة، الطوار

Michael C. Jecam and Kevin J. Murphy, «Performance Pay and Top-Management Incentives,» Journal of Political Economy 99 (1990): 261.

7- أول دراسـة نسلط الضوء على أهمية بورصة حكم الشركات (يورمـــة الاستيلاء) بصفتها مصدراً من مصادر الالتزام كانت

Henry G. Menne, «Mergers and the Market for Corporate Control,» Journal of Political Economy 73 (1965): 110 - 120.

- 6- Lucian Bebchel, John Coster IV, and Guhan Subramanian, «The Prevents) Astitulaneer Force of Suggered Boards: Theory. Evidence, and Policy.» Sussional Law Review 54 (2003): 887-951.
- Marcel Kahan and Ed Rock, altern I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Levy-University of Chicago Lew Review 69 (2002): 871-915.
- Anap Agrawal and Ralph A. Walking, «Executive Current and Companion Surrounding Takeover Bids.» Journal of Finance 49 (1994): 986.
 - الشاولية عند الدراسة الشركات الدرجة بلا فاقعة فيريس 200 أشاء الضائهةات، وقد وجد الفاقيان بالدراسة أن مروض الاستبلاء كانت أكثر شيوماً بلا حقول الديل التي درجت شركاتها

على مشح الدير العام أجوراً مفرطة، لكلهما لم يقما على أي طارق وافسح بلاً نموهشات الدير السام ضمن هممود حقول العمل ثلاد بين الشــركات التي كانت عنطاً ليمضى هرومن الاستهلاء والشركات الأخرى التي لو تكن كذلك.

اا-انظر:

Lyan Stont, wThe Unangorance of Being Efficient,= Michigan Law Review \$7 (1988): 845 - 647.

للاطلاع على منافشة تتصيلية لصادر وأس المال لة الشركات السهمة العامة.

31- يقا حالة الاضعاء على الاستدانة كمصدر التدويل اسهم ترتيبيات التدويفيات التي شجيع المدين. شأنها المديرة على الفارسة الفارسة المدين. شأنها الشريق الفارسة المدين. شأنها الشريل الفائم على حقوق للكاية . لا تقرى على الميلولة دون مشروعات التوسع المولة بالديسة المدينة الشريطة الشريعة الشريعة الشريعة الشريعة الشريعة الشريعة وفضاً عن ذلك فإن المديرين تن يتحملوا إلا القدر الفليل من على الشائلية ... الشائلية ...

13- Emsertreeck, «Managers' Discretion and Investors' Welfare-

Jean Tirole, The Theory of Industrial Organization (Combridge, MA: MIT Press, 1988).
 277 - 303.

5- وجهة النظر القائمة على سلطة الديرين

عبارة مقتبسة عن مدير عام واحدة من الشركات اكدوجة بإذ قائمة فورشن 500 فشّل عدم الإفصاح عن عورته، وذلك بلا مقابلة أجر تها مهه البعلة

Appropriate Forume 500 CEO, interviewed in Carol J. Loovisia. «This Stuff is Wrong.» Forume, June 25, 2002, 82.

ا- إنشا لفجد سيتاريو سلطة الديرين بة زوح أدبيات الأنتصاد التي تبحث بة سلطة وكلاء معينين بلا الؤسسات، ويلا قدرة هؤلاء الوكلاء على استشلاص الكاسب الجائية. انظر على سبيل الثان

Back Himbletter, «Composition, Congestainn, and Conflict in Economics and Biology.»

American Economic Review 65:1978): 239 - 243 : Ragherum G. Rajon and Lingi Zingalez.

اج برن ادا

«Forest in a Theory of the Firm.» Quarterly Journal of Economics 113 (1998): 287 - 432; and Ragherum C. Rajan and Luigi Zingalas. «The Firm as a Dedicated Minnarchy: A Theory of the Ongán and Growth of Firms.» Quarterly Journal of Economics 116 (2001): 805 - 851.

ومنع ذلك فإن معظم خبراء الاقتصاد المالي الهندين تصعيداً بمسألت تعويضات الديرين شد دأبوا على افتراض الضافد على مطال الذراع، ولم يعبروا إلا اقتيل من الاعتمام للدور الذي تضطلع به سلطة الديرين.

لاوقوف على تحقيق يقيم الدايل على توزع السلطة بين انتين أو أكثر من الديرين انظر

Sydney Finitelessin, «Posser in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation.» Academy of Management Journal 35 (1992): 505 - 538.

3-lames Wade. Charter A. O'Reilly III, and Timothy Pollock. "Overpaid CEOs and Underpaid Managem: Equity and Executive Compressions," working paper, University of Wisconsin-Madison. Stanford University, and University of Maryland. 2004. 27.

التهدين الأحرين مندما. إذا سا فينا بوظع نعوضات الدير العالم الفرطة بوأمن الاستهاء بين صفوف كهار الديرين التفيين الأحرين مندما. إذا سا فينا بوظع نعوضات الدير العالم الفرطة، فإن زيادة أجير الديرين من شأتها أن تعنف من حدة الشياتهم من أجهر زمينهم الدير العالم. وتصدر من علاقات العمل التي تجمعهم مع الدير العالم، وتعود لم نهاية العلقاف بالنائدة على حصفة الأسهم، لكن حتى في حالة كهذه فإن تدبيع بعض الكاسب المهائية المديرين الأخرين يدور على حملة الأسهم ببعض القائدة فقط في قل الوقع الذي نشرضه الكاسب المهائية الني يدور على حملة الأسهم ببعض القائدة فقط في قل الوقع الذي نشرضه الكاسب المهائية الني يستأثر بها للدير العام النسم، وانفضاة المهمة هذا هي أن الكاسب المهائية النياضة، حتى لو يستأثر بها للدير العام النسم، وانفضاة المهمة هذا هي أن الكاسب ليعائية النهاضة، حتى لو يتهدل الكاسب تبعد بوضوح حتى ترتبات تعيضات الديرين، بين فيهم الدير العام ذاك.

5- Jay W. Lorsch and Elizabeth M. Moctver, Prime or Positistat? The Resility of America's Companie Boards (Bosson: Harrard Besiness School Press, 1989), 23 - 31.

6- انظر:

Manhow Brelix, «GE, Welch Agree to Slash His Porks: Retired CEO Will Rends Office, Staff, Loss Many Benefits,» Boston Globs, September 17, 2002, DI.

 Lieda C. Quinn, «Executive Compensation under the New SEC Discharge Requirements,» in Severals Assembl Conjunate Law Symposium: Executive Compensation, University of Cincinnati Law Review 63 (1992): 770 - 771.

\$- انظر على سبيل الثال

Kevin J. Merphy. «Exphining Excentive Computation: Managerial Power vs. the Porceived Com of Stock Options.» University of Chicago Lew Review 69 (2002): 347 - 564; Holman W. Jenkins Jr., «Duniness World: Outrageous CEO Psy Revisited.» Wall Stran Journal, October 2, 2002. A17.

- Randall S. Thomas and Konachi J. Martin. «The Effect of Sharsholder Proposals on Executive Communication». University of Cincinnal Law Review 47 (1999): 1021 - 1065.
- 16. Komach J. Martin and Randolf S. Thomes, «When Is Enough, Enough? Market Reaction to Highly Dilective Stock Opinion Plans and the Subsequent Impact on CEO Compensations, Journal of Corporate Finance (Rothcoming).
- 81- Alexander Dyck and Luigi Zingales, wThe Comporate Governance Robe of the Median-working paper, Harvané Businem School and the University of Chicago, 2002; and Alexander Dyck and Luigi Zingales, «Private Benefits of Control: An International Compartion», Journal of Finance 39 (2004): 537-600.
- Robert Menha and Hell Minow, Corporate Governance. 2nd ed. (Cambridge, MA: Blackwell Pythlahing, 1993), 399 - 411.
- Judish Dahrzynski, «Cal PERS is Randy in Rum, but Will CBOs Limen?» Business Week, Murch 20, 1992, 44.

- 14 Villis Wu, wThe Impact of Public Opinion on Based Structure Changes, Director Curror Programion, and CEO Transver: Evidence from CaPPEIS' Corporate Governance Program, Journal of Corporate Finance 10 (2001): 199.
 - 16- تبين العراسيات أن 60 بالفشة على الأقبل من الشير كات الأمريكينة تستضمم مستشاري التعريضات.
 - John M. Birjat, Michael L. Lammon, and Lalida Neven, alim the Use of Poor Groups Combinated to Higher Levels of Executive Compountion?» Working paper, Pertinal State University, 2000, 10, 44.
- James B. Warks, Joseph F. Porne, and Totochy G. Policell, "Worth, Worth, Worth, and the Austriconies of Executive Pays, Journal of Organizational Behavior 18 (1997): 657, 658.
- Joseph E. Penn. James B. Wade, and Timothy G. Pollock. rindratty Compenses and the Policies of the Comparable Firm in CEO Compensesion.» Administrative Quarterly 44 (1999); (12 - 144.
- Kevin J. Murphy. «Politics. Economics. and Economic Compensation» University of Cincinnum Law Review 63 (1995): 736.
- 19- Birjak, Lemmas, and Nevons, while the Use of Pow Groups 2 3.
- 20- Kevin J. Murphy. «Executive Compensation.» in Handbook of Labor Economics. vol. J. M. 2, ed. Orley Ashendelter and Bordel Card (New York: Elevier, 1999), 2415, 2519 2516; Graef S. Crystal, to Sciench of Executives: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Norton. 1991), 219; and Shrein Tully. «Raining the Bar.» Fortune. June 8, 1998, 272.
- Harvard Business School Dean Kim B. Clark. prepared remarks. National Proce Chib. February 26, 3003.
- 22- Marphy, «Explaining Executive Compensation»; and Briss J. Hell and Kevis J. Marphy.

wThe Trouble with Stock Options.» Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 64 + 65.
See also Fourbile Seydor, whiler Process of the Compensation Puzzle, a Delaware Journal of Corporate Law 28 (2005): 133.

 Helman W. Jonkins Jr., «Business World: Outrageous CBO Pay Revisited.» Wall Street Journal, October 2, 2002, A17.

26. فطر خي سط لهذار:

Brian Half and Karda J. Marphy, «The Trouble with Stock Options» 65.

24- Marshy, «Exergive Compensation,» 2493.

72- الانهيدار الذي اجتماع السيق بلا العام 1929 شاه إلى سن تولنين الأوراق المائية الأمريكية. الأولى بلا العامين 1933 و 1930، كذلك قبل الانهيار الذي شهيته السيق أخير أقد قار يعوره. إلى اصدار فالين سارطس – لركسان بلا العام 2002.

26- انظر على سبيل الثال

Metvin A. Eisenburg, «Corporate Law and Social Norma.» Columbia Law Review 99 (1999); 1233 - 1292; and Symposium on Norma and Corporate Law, University of Penenylvania Law Review 140 (2001): 1667 - 2191.

- Andrew Bulla, « M. Judged (Incentives: Stare Options Are a Poor Way to Make Excentives Act in Shareholders' (Intercent, a Finguesial Times, November 12, 2003, 13.
- Murphy, «Explaining Executive Conspensation,» 347; and Half and Murphy, «The Trouble with Stock Options», 49 - 70.

العلاقة بين السلطة والأجر

عبارة مقتبسة عن جين إي. كور، مأخوذة من

John E. Core, Robert W. Holdmann, and David P. Landor, «Composite Governments, Chief Executive Componenties, and Firm Performance» Sourced of Financial Economics 51(1999): 372.

- Core, Holthasser, and Lurdon, «Corporate Governance, Chief Executive Companism, and Five Performance,» 372 - 373.
- David Yernack, «Higher Market Valuation of Companies with a Small Beard of Directors-Journal of Financial Economics 40 (1996): 205.
- Care, Holdmann, and Luckur, «Corporate Governance, Chief Executive Componenties, and Firm Performances 372 - 373.
- Core, Holdmann, and Lardier, «Corporate Governance, Chief Exacutive Compountion, and Firm Performances 372 - 373.
- Vidhan K. Goyal and Chul W. Park. «Board Leadership Structure and CBO Turnovers. Journal of Cortomer Pleaser 8 (2002): 49 - 66.
- 6 Richard Cyun, Solt-Hyen Kang, and Prevens Kumer, «Corporate Governance, Taleovers, and Top Menagement Congrunation: Theory and Evidence. Management Science 46 (2002): 453 469; James Wolds, Charles A. O'Reiby III, and Ele Chambrest, «Golden Parachams, CEOs, and the Exercise of Social Influence», Administrative Science Quarterly 35 (1990): 992 993 : Manin J. Congon and Kevin J. Mangley, «The Prince and the Pumput? CEO Pay in the U.S. and the U.K.», Beconomic Journal 110 (2009): 640 671; and Cote, Hobbasson, and Lurcker. «Corporate Governance, Chief Exercive Compensation, and Farm Performances. 171- 466.
- Core, Hokhessen, and Lundair, «Corporate Governance, Chief Executive Companisation, and Firm Performances, 172 - 377; and Cyeri, Kang, and Kuener. «Corporate Governance, Talzovers, and Top-Management Companisations, 433 - 469.
- 2. Harley E. Ryan X. and Ray A. Wiggins III., aWho is in Whese Packet? Director Compression, Board Independence, and Berriers to Effective Mentourings, working paper, Louisianu State University and Benthey College, 2003, 25.

- Kevis Hallock, «Reciprocally interfocking Boards of Directors and Executive Computations— Journal of Financial and Quantitative Analysis 32 (1997): 332.
- Brian G, Main, Charles A. O'Reilly III, and Jaues Wade. «The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectivess, Industrial and Compense Change 19 (1995): 293 - 332.
- Harry A. Nevenus and Haire A. Mesen, "Does the Composition of the Compounding Countrities Influence CBO Computation Fractices?" Financial Nanogement 28 (1999): 41 - 53.
- Cycrt, Kang, and Kustar, «Corporate Governance, Taleovers, and Top- Management Communicos., 453 - 469.
- Andrei Shleifer and Robert W. Vishey, «Large Shareholders and Corporate Control.»
 Journal of Political Economy 94 (1986): 461 688.
- Cyer, Kang, and Kumer, «Cosporate Governance, Tukeovers, and Top- Management Componentions» 453 - 469.
- Cwe, Holdmann, and Larcher, «Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performances 372 - 373; and Richard A. Lambert, David F. Larcher, and Keith Weigelt. «The Seasons of Organizational Incontives: Administrative Science Quarterly 38 (1993): 434 - 461.
- 16- Donald C. Hambrick and Sydney Flabolsein, «The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Chas of CED Pay Raiszan Strutegic Management Journal 1d (1995): 175 193; and Hearly L. Tosi At and Luis R. Gomez Mejin, «The Decoupling of CED Pay and Performance: An Agamery Theory Purspectives Administrative Science Quantoty 34 (1999): 181.
- Marianne Bertrand and Scadhil Multisigation, «Are-CEOn Resourced for Larch? The Own without Principals Area Quanturly Journal of Economics 116 (2001): 929.

_____ أجر بون أداء _____

 Marianer Bestrand and Sandhil Mullaimthee, «Agents With and Without Principales American Economics Review 99 (2009): 205.

- 19- Jey C. Harratt and Lean T. Sterla, vicationianal Investors and Executive Compensation-Journal of Finance St (2003): 2351 - 2374. See also Parthiban David. Rubal Kechar, and Edward Levins, with Effect of Institutional Seventers on the Level and Mix. of CEO Compensation. Academy of Memographical Journal 41 (1996): 200 - 205.
- Devid, Kocher, and Levins. "The Effect of fundational Inventors on the Level and Mix of CEO Compressions 200 - 200.
- Konneth A. Borokhovich, Kelly R. Branantki, and Robert Purriso. «CBO Connecting and Anti - Tahapyer Amendments: Journal of Finance 52 (1997): 1563 - 1513.
- Amp Agents and Charles R. Kandler, «Managerial Compounties and the Threat of Talcovers Journal of Financial Economics 47 (1990); 219.
- Shijan Cheng, Venky Hogar, and Mediter V. Rajan, eddenistying Control Motivas in Managerial Ownership: Evidence from Astitutioner Regulations Review of Financial Smilin (fertheomina).
- 24- Mariamo Bertonal and Scanfiel Huffleinstein. —In There Discretism in Wage Setting? A Test
 Using Tolosover Legisletions Rand Journal of Economics 30 (1999): 535; Genké T. Garvey
 and Gordon Hunta, «Cupital Statesture and Componier Control: The Effect of Austinkover
 Statetes on Firm Leverages Scannel of Finance 54 (1999): 519, 520; and Paul A. Gompers,
 Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, «Corporate Governance and Equity Prices» Quarterly
 Journal of Economics, 118 (2008): 107 155.
- 25- Geopers, Ishii, and Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," 107 155.
- Kerin J. Hurpley, «Explaining Excontive Compountion: Humagoin! Power versus the Powerved Cost of Stock Options. University of Chicago Lew Review 69 (2003): 853.

- Robert Parriso, «CEO Tymover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysiss-Journal of Financial Economics 46 (1997); 164.
- 26- Bortrand and Multimation, «Agents With and Without Principals» 205.

7- نفوذ السيرين في ساعة الرحيل

عبارة مقتبسة عن محام خيير بلة فائون الشركات ية مقايلة أجر تها معه عبقة طور شن John E. Core, Robert W. Hotthmeet, and David F. Lurcker. Corporate Corporate https://corporate.com/cored in Summer Knoths, «First, Why CEO» Are Paid to https://www.May 29, 2008, 34 - 15.

- 1. Manel neary extrement (Not with SEC, April 29, 2009, 24 25.
- Josen S. Lafdin, «As Their Compusion Crumbbod. Some CEOs Got Big-Money Payments-Wall Serest Jouanni, February 26, 2002, IRI.
- Rakash Khuraum, Scarching for a Composus Savior. The Irrational Quant for Cluminustic CEOs (Princeson, NE: Princeson University From, 2002), 3 - 4.
- Dan Sabbagh, «Orange Chief Received \$70m in Two Savarance Paymonts» Times (London).
 March 12, 2003, 25.
- Jay C. Hartzell, Eli Ofch, and David Yermeck. «What's in h for Me? CEOs Whose Firms Are Applieds Review of Financial Statifes 17 (2004): 37 - 61.
 - للاطلاع على مزيد من التعاصيل حول أحداث القصة التي أثينا على ذكرها بإلاهذه التقرة انظر

Audieur Ross Sortin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» New York Titres, April 7, 2002, sec. 3, 6.

- 7- Sorbin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall».
- B. Hartaell, Ofch, and Yermack, aWhat's in It for Me?»

9- Julie Walf, «Do CEO» in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from "Mergers of Equation Journal of Law. Economics and Organization 20 (2004): 60 - 101.

- Retired Kodak CBO Received 47% Boost in His Bonus in 1999» Wall Street Journal. March 14, 2000, A3.
- Janin Fox, «The America Stock Option Sleight of Hands Fortune, June 25, 2001, B6
 92.
- Josse S. Leblin. «Executive Pay under the Radar» Well Street Journal. April 1), 2002.
 B7.
- 13- Lublin, «Executive Pay under the Radar» B?.
- 14 Cary Straus, «CBOs Cash in other Tenure» USA Today, April 25, 2002, money section, 81.

4- الكاسب الثقاعدية

عبارة مقتبسة عن: جوان إس. لوبلين، مأخوذة من

Josan S. Lublia. «How CEO» Resire to Style: Many Former Chief Executives Get Lush Perts and Far Fore for Literated Committing Works Wall Servet Journal, September 13, 2002. R1.

اء القد استعرفنا تعيير ممكاسب مسروطة، من زويرت موتكس. الذي استخدمته لوصف تعويضات الديريــن المتوصة لهم على شكل خيارات الأسهم: لأن ذلـك. الوجه من وجود الأجر لا يسخل الإ سانات الشركة المالية.

Robert A. G. Monks, The Emperor's Nightingsle: Resoring the Integrity of the Corporation in the Age of Starnholder Activism. (Boston: Addison-Wesley, 1993, 1963-.

3- للوضيح الألية التي تتم فيها الاستقادة من التطليف الضريبين بلا منطوبي التعاد المؤهلة. تنظر إلى الثاني الثانيين الفنين يقومان على شركة القراضية وموطف القراضي، تفضرض أن الشركة والوطنت يخضصان تنسية ضريبية المثل الكفي نصبها الهائمية 400، بما يلا ذليك البدئل الفاتو من أرباح رأى المال ولفنترضي أيضاً أن الشركة والوظف فادرين على

26.

قعطيق نسبة إبو ادات الاستثمار نضيها هة مدة ما قبل التقاعد وما بعده. والبالقة 100% قبل احتساب الضريبة.

الشال ۱: يقوم الوطف باستثمار أمواله خارج المنفوق الؤميل. انفترنس أن الشركة شطح للموطف 1900 كية صدف ما قبل التكامد . تعفض الشركة 2000 من دخلها الفاضيح الضريبة مخفضية النزامها الشرويس يولاج 300 أما الوظف فودهم شريبة يمتدبار 200 وستثمر الهان الهاشي وصو 200 الدني سينمو 2010 مين يخرج طبى القاعد - بربح شدره 500 يفضيم هذا الربح لضربهة دخل قدرها 20 (2000 من 2000) ، ما يترك كلموظف 300 مين يتكامد (2000 من

انشال 3. طوم الشركة باستثمار أموال الوطف به طل مضمول التقاعد الوطن. انفترش أن الشركة بساهم بعيضة 500 تعضها به الصندوق به مقيمة ما قبل التعامد. تصوم الشركة هذا الشركة باساهم بعيضة 500 تعضها به الصندوق به مقيمة ما قبل التعامد ما يعني بوطع 500 ينمو رفط أن المنافذ على 1000 على المنافذ على المنافذ على المنافذ على المنافذ على المنافذ على المنافذ المنافذ المنافذ المنافذ على المنافذ على المنافذ على المنافذ على المنافذ المنافذ المنافذة المنافذ المنافذة المن

5. أممت شركة كلارك للاستشارات تقريراً بدا هيه أن نحو 700 من الشركات التي استهايت للاستيمان الذي أجرته قد اهتبت مناويق التقاعد التكميلية الخاصة باللديرين. Clark Conguling. «Exacutive Benefit: A Sarvey of Curron Tronds: 2003 Resulta-

4- بوسع أي شركة أن تعني موالت استثمارات مبتدوق التقاهد التكفيلي الخاص بعديريها من الضر البد، وذلك عبر استثمار أموال ثلك المستاديق بشمراء يواليمن تأمين على مهاد مديريها وبقيهة موظفيها، لكن بسيب الرسموم التي يجب أن تعطي كشركة التأمين، فإن أليهة توضيع الضر للب هذه معنوفة بتكاليف مرتمة تتحلها الشركة اللفتاة، لا المبرين المباقها الشركة المنتقة، لا المبرين المباقها - دين أحديث أحديث

ية الصندوق. فإنه سيكـون بوسهم استثمارها بعيداً من الضر اثب أثناء شراء سناهيات متنبرة. دون أن تتعمل الشركة الشفلة أي أهباء إضافية.

ك لتبيان ما يسبيه صفحوق التقامد الانكبيلي الغاص بالديرين من أعباء أو تطفيضات ضربهية على الأبراء والذي يبني على الثالث الدرجين من أعباء أو تطفيضات ضربهية مسلى الأمارة الانتخام الثالث الدرجين منسب الملاحظة وقم 2. انتظرض من جديد أن الشركة والوظف يخضصان للسية ضربهة البخل النكي نصبها البالغة 600، بما يلا ذلك الدخل الثانج من أرباح وأس المال وتنضرض أيضاً أن الشركة والوظف قادرين على تطفيق نسبة إبرادات الاستشار نصبها بلا مدة ما قبل التخليد وما بعده والبائنة 600% قبل احتساب الضربية.

القبال 3: طلوم الشركة باستثمار مصدة الدير من صندوق التقامد التكميلي الخاص وغير النواص وغير النواص وغير النواص وغير النواص الكن هذم النواص الكن هذم النواص الكن هذم النموية النواص الكن هذم النموية النواص الكن النواص الكن النواص النواص

لنظوار الآن إلى ما يجلبه صندوق التعامد التكميلي الطاهى بالديرين من أمياء على الشركة. ية الثالين ا و 2 ضمن الملاحظة 2 . خفضت الشركة تكليفها الضريبي يمتدار 1900 ية عدد ما طيل التكامد عندما دفعت للبوطف 1900 أو وضمت 2010 على اسبعه ية صندوق التكامد اللوهار. أما ية الثال 3 فإن الشركة تحفض تكليفها الضريبي بعقدار 500 ية مرحلة تقاعد الدير هندما تدفع لله مبلغ 2000. لكن على الشركة أن تضيف إلى دخلها الخاصة للضريبة ية مرحلة التقاعد مبلغ بعقدار 500 الذي على الشركة أن تضيف إلى دخلها الخاصة والتقييف الضريبية بي مرحلة التقاعد مبلغ بعقدار 500 يقد التقاعد، إن الأثر المسلية النابع عن بعقد 500 للدير ورمح 1900 يتمثل ية تخفيض التكايف الطريهي للشركة بشدار 1900 يتمثل بقد عن 100 للدير.

ل مو كانت الشركة خلفت تكليفها الضريهي بعدار 500 ية مدة ما قبيل تعامد الدير موساً عبن تعليض تكليفها بالقدار نفسه لكين بلا مرحلة الكامد الكائد استاسرت هذا البلغ (540) ومصحدت من ذلك الاستثمار ميلغ 500 (100) من ميلغ الر500 من تعلق علم الدير ، ولكان عليها أن تدور ضريعة دخل 400 على هذا البلغ، يعيد يعلى للفركة 500 ، بالقارل لديول للشركة سوى 346 (أقبل بـ 24 من الحالة الراهلة) عندها خفضت تكهنها الضريعي بعقد از 540 ية مر طلة التقاعد، فالشركة في الثال (تتجعل أعياء أنهر مما تتجعله في الثال 2. حين خفضت تكليفها الضريهي بعقد از 500 يقدم منا قبل التقاهد، إن الربيح البالغ 240 الذي يحصده الدير من اعتماد سندوق تقاعد غير طوفل جرى تصميمه بعيث يقدم للمعيد الذي بالنجها التي يقدمها العندوق الؤمل الموظف العادي إنما بأثر، على صنات اللدي الكشفة.

ف الاحساس على شارح واف للتأثيرات الضريبية التي يطلقها استثمار التمويضات المؤملة باعتساد إجراءات مشابهة لاسفاديل الناعد الديرين التكميلية الاخاصة ضمن سيتاريوهات متمادة ومتوعة. انظر:

Myron S. Scholes, Mark A. Wolfton, Morle Erickson, Edward L. Maydew, and Yory Schevlin, Teses and Business Strategy: A Passeing Approach, 2rd ed. (Upper Saddle River, NJ: Pressine Hall, 2002), 131-165.

7- من شأن الكفاءة الضريبية المضمول الشاعد التكليلي الخاص بالديرين أن تتأثر بالنهرات المؤسسة النواسة المناسبة المؤسسة بالمؤسسة المؤسسة المؤ

Clark Counting, -Exonative Benefit: A Survey of Current Trends: 2003 Results- 3A.
 Steven Belson, An Introduction to Executive Compensation (San Diego, CA: Academic Press, 2002): 175.

10- انظر على سبيل الثال:

Mike Blahnik, «For CEO Pessions, Rank Has hts Privileges» Star Tribune (Minnespolis, MN), May 18, 2003, NA.

الدائظي

12- نتأخت مشالاً أخر. ترك جاك ويلش الدير العام السابق لشركة جينيرال الكتريك بمعاش. نقاعدي سنوي مقداره 10 ملايين \$. انظر:

Paul Hodgron, «Golden Parachates and Cashloned Laudiega» The Conforate Library (February 2003): 14

لم تطهر منده النهم الكبير 3 الشخلة ستوياً على شكل معاشات تقاهدية موهودة للمديرين يقاجد اول المريضات الشركة الملقة.

13-Cynthia Ticheou, quoted in Liz Pullium Westen, «Despite Recussion, Perts for Top Executives Grown Los Associes Times, Pobrany 1, 2002, A1.

14- انظر:

Oten Horran. «Health/unters Eu-CEO Respoil Bond's Paron: Secret Deals Commissed to \$3.5 Million Puckage: Minacopolis (MN) Star Tribane, January 17, 2009, Al.

ورد بإذ تعرير فيها سنار ترييون أن مجلس إدار تشركة ميللبارتمرز أفر خطة تعامد تكبيلها خاصة للمديد وبعد أن مصل الدير على تأكيدات وألا يتم الإفساح من هذه الخطة إلى الطرية ومعد أن رفض الدير الخزراماً بريط الكافات الواردة بإذ الخطة بأداء الشركة بإذ السوق.

15. بالإضافة إلى ذلك ملى الشركات أيضاً أن تقديم إلى هيئة الأسواق والأوراق الثالية الأمريكية وسائلة من مكاب شدوين الماملين بلا كل شركة بنيين منها عدد صنادين التقاهد المتعدد بلا كل شركة وعدد السقاديون منها، لكن الشركات لا تستحيب حبيبها لينة المطلب.

Efter E. Schultz, «Big Send-Off: As Firms Pure Persons for Most, They Boost Those for Executives: Well Sweet Journal, June 20, 2001, A1.

16- انظ :

Josep S. Lablin, «Exerctive Pay under the Radar» Well Street Journal, April 11, 2002, 82; and Anna Fisher, «Proxies: The Treasure in Still Burriach Fortune, June 5, 1995, 285.

(7- Financial Accounting Standard no. 132 (neveed 2003).

16- Financial Accounting Standard no. 87 (1985).

19- Scholtz, «Big Send-Off».

20- يق هزير ان/بونيسو من العام 2004، صادق مجلس التــواب الأمريكي على فانون خلق هر مى العمل بق أمريكا العام 2004، الذي ينصن على متويات بصل الشر كات التي تستخدم يعنس أتــواع الأمانات لحماية تعريضات معيريها الؤيشة وإبيادها من طبقيقة دلتيها. وقد سادق مجلس الشيوخ على مشروع فانون مشابه يق اياز برمايو 2004.

ال- جماء بلا طورت لشركة كلاوله بلاديس للاستشارات عام 1900 أن 1908 من الامركات لاني تجاويت مع الاستيان الذي فامت به الشركة لتند (يعراءات وفائية لمساية مشاديق التشاعد التكميلية الخاسة بمديريها إلى أبيد حد ممكن، انظر:

Clark Barder Coseshing, eExceptive Resulter: A Survey of Curront Trends:
2001 Resulter: 33; Inter/inverse-tertexcurrolling, const Exercise/Specimient militien
/beneriter/200200969 gdf/(secressed June 21, 2004); Ren Sankind, eMor Exercisives Get Pension
Generations to Protect against Tabeveer, Failbress Well Sareet Journal, July 5, 1994, Bit; and
Those Francis and Ellen Schalter, wha Workers Face Pension Cots. Exercisives Get RecondWall Sareet Journal, April 3, 2003. C1.

- 22- Francis and Schultz, «As Workers Face Pension-Crass-
- 23- Francis and Scholtz, «As Workers Peor Possion Cut».
- 24. Southerd. «Mar Executives Get Pennice Guaranteet».
- 25- Suskind, «Mor Executives Get Pension Guarantees».

26- أعدث شركة كلارك للاستشارات تقريراً جاء همه أن نعو (4/0 من الشركات التي استجابت للاستهيان الذي أجرته قد اعتمات خططاً كهذه ية العام 2003.

Clark Consulting, «Executive Benefits» 2.

72- طلب سبيل الشال، عندما يرحنى مديرين شركة سيرة وروبيوك وشر كالوهم أن يتم طاجيل تطع مكافأتهم وحوافز هم طويلة الأجل، فإقهم يحسفون على علاوات تفرها 20% من قهلة التبريضات الوجلة. Ellen C. Schultz and Theo Francis, «Well-Hidden Perk Means Big Money for Top Executives» Wall Sever Journal, October 11, 2002, A.J. A.S.

28 - Liz Pulliam Weston, «Despite Recession» A1.

19- Lublin, «Executive Psy under the Radar»

06- انتوضيه و الأولية التي تتم فيها الاستفادة من الخفض الضريهي بلا خطط (1940). نقطر إلى التاسيخ التوضيع الأخلية المال الثانية العال التاسيخ ومؤطف أهتراضي، وكما كانت العال بلا المال التوكمة والنوظف يخضمان انسبة ضريبة الدخل الكلي تضميا البالغة (460). يصا بلا ذلك الدخل الفائح من أوباح رأس المال والتفرض أيضاً أن الشركة والنوطف فادران على تحقيق نسبة إبيرادات الاستثمار نفسها بلا مدة ما قبل التقاعد وما يعدد، والبالغة 1000 قبل احتساب الضريبة.

المثال 9، يقوم الوطف بادخار أمواله خارج خطة (1940). لنفترض أن الشركة لدهع للموطف 5000 من دخلها الخاصص للضريبة صغفضة 5000 هن دخلها الخاصص للضريبة صغفضة التزامها الضريب، يوالم 500 . أما الوطف فيدفع ضريبة بعقدار 500 ويستثمر الميلغ الباشي وهو 500 . إذ مسايد اعتبادي غير مؤمل التنفنيش الضريب، والدي سيفور 5120 حين يخرج على التقاصد - بربح شره 500 . غير بضرع هذا الربح لضريبة دخل قدرما 512 (600 من 500). من التراد للموظف ميانش الميانش الشريبة المارية أنهائي أن المؤشف سيئتكن بلا انهائه .

الشال 5: يقوم الوظف بادخار أمواله ضمن خطة (1940) الأوملة، لفنترس أن الوظف يدفع
ميليغ 5100 من تسويضانته يلا حسابه ضمن خطة (1940)، تقوم الشركة منا أيضاً بادنفيض مبلغ
5100 من دخلها الخاصة للضريهة مضغضة التزامها الضريبي يولغ 1940، ينمو رأس الثال البالغ
5100 ليضدو 5200 عندما يسميه الوطف من حسابه يلا خطة (1941)، يدفع الوطف 550 منزيية
حضل (1940 من (2020) ويعتنظ بمبلغ 5110، أي أكثر بمبلغ 520 مما يعتنظ به يلا الثال 4.
حيث حصل الوطف من الشركة على 5010، أي أكثر بمبلغ 520 مما يعتنظ به يلا الثال 4.
خياج خطة (1941)، إن الربع الإضابة البالغ 524 الذي حصل عليه الوطف لم يكن على مساب
خياج خطة (1941)، إن الربع الإضابة البالغ 524 الذي حصل عليه الوطف لم يكن على حساب
الشركة المثلة الموطفة مبلغ 1960، يقتم عدد ما قبل التقاعد.
مضغطة و ملها النظافة الموطفة عبلغ 1960، وقصده ما قبل التقاعد.

3)- Internal Revenue Code, sec. 402 (g) (1) (8)-

33- بوسم أي شركه أن تعفي عوائد استثمارات مشعوق التقاعد التكفيلي الخاص يعديريها صن الشراقب، وذلك هبر استثمار أموال كاك الصناديق بشراء بوالهس تأمين طي هيا2 مديريها ويقية موظنيها. لكن ذلك سيرتب طهها تكاليف إضافية. انظر اللاحظة رقم 4.

35. اليهان ما تسبيه ترقيبات تعييضات الديرين الإجلامان أعياء أو تفقيضات سروبها على الأطبراف كافحة، نظار إلى الثال التدالي وتقسيرت والانه بيني على الثالين 4 واذ الدرجين حسن اللاحظة وقم 90.

المُثَالَ فَ تَقَامَ الشَّرِكَةُ لَقَدِيرِ خَطَةً نعوضات مؤجئةً غَيْرٍ مؤهلة خارج إطار خطط 1940). ولتُفترض كما يَّة التَّالِينَ أَوَ أَن الشُّرِكَةُ والوَظْفُ يخضَمانَ تَسْبِهَ ضَربِيةَ الدَّهْلِ الكِيْ تَسْب انهائمةً 490، بما يَة ذلك الدخل التلاج من أرباح رأس الثار، ولنفترض أيضاً أن الشركة واليوظف شاءران على تحقيق ضبة إيراءات الاستثمار تضبها يَّة مدة ما قبيل الثقاعد وما بعده، والبائغة 4100 قبل احتساب الضربية.

لنفترسي أن الشركة تسمى إلى اعتباد خطة تعييضات مؤطفا كي تقديم للعدير العاش التقامدي نفسه الذي يعصل عليه الوطف لا الثال 5 من إحدى خطط 1984ها الوطف. عكما لا الثال 5. تضع الشركة 1989 جانباً لعسالع الدير لا خطة التعييضات الوجفا. فيصبح الهان حين تقامد الدير 1980 ، يحصسل الدير النقاعد على تعييضات (1902) بالإجابلا في عوائد 300 التعييضات (1904 من 1900) في على مهانج (500) ويعقع منه كما الوطف 40% مبرية دخل - صابعتي شريعة شرصا 300، طالدير يعتشك إذا كما الوطف لا المهان كيميانج 1900، في أكثر

لنفطير الأن إلى ما تجنيب ترقيبات التعوينسات الأوجلة الفاصة بالديرين مين أمياء على الشركة ، فإ الناديرين مين أمياء على الشركة ، فإ الناديرين ومن أمياء على الشركة ، فإ الناديرين ومدار 190 و المدريين ومدار 190 و إحدى في احدى المدارين ومدار المدارين ومدار المدرين ومدار المدارين ومدار المدارين ومدار المدارين ومدار المدارين ومدارين ومدار

ية مرحلة التقاعد. إن الأثر الصالية الثانع عن إنتاج مبلغ 5100 ودفع ميلغ 5200 للحديد يتمثل ـ يتخفيض التكليف الضريبي للشركة بصدار 540 يق مرحلة تقاعد الدير، والشركة لا الثال 6 تتميل أعياء أكبر عما تتحيله إلا الثال 5. حين خفضت تكليفها الضريبي يبقدار 540 يقامرة ما قبل التقاعد.

لـ و كانت الشركة خفضت تكليفها الضريهــي بعقدار 400 يقدد ما قبل تقاعد الدير موساً عـن تخفيض تكليفها بالقدار نفسه لكن يؤ سرطـة التقاعد ، لكانت استثمرت هذا البياغ (400) وهمست من ذلك الاستثمار ميلغ 400 (400) (400) من ميغة الـ 400) مين تقاعد الدير ، ولكان عليها أن تدفيع ضريهــة دخل 400 مل هذا البلــة ، بعيث يبقى القدركـــــ 504 ، بالقابل لم ييل للشركة ســوى 500 (أقـل بـ 524 من الحالة الراهنــة) عقدما خفضت تكليفهـــا الضريبي بعقدار 400 ية مرحلـة التقاعد ، إن المربح البالغ 525 ، الذي يعمده الدير مــن اعتباد خطة تدويضات مؤجلة خاصة وغير مؤهلة جرى المدين . إنها يأتر على سياب الشركة الشركة .

44- للحصيول على شيرح واف كلتأثيرات الضريبية التي يخلفها استقيار التعويضات الوجلة حسن سيناريوهات متعددة ومتلوحة، انظر:

Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Schevlin, Taxes and Business Strategy 181

35- Internal Revenue Code, pec. 1.

36- Internal Revenue Code, sec. 11;

كسا مي العال صح صناديق التقاعد التكهيلية الغاصة بالديرين، بوسع البدركة غفض التكافية على المهاد. التكافية على المهاد التكافية على الدياة عن طريق نسراء بواليص التأميز على العهاد المعاد المعاد

رسوم وذكاليف تمويل قد تكون بامطة. لقد خفست دراسة أجريت عام 1996 إلى أن 70% من الشركات الـ1000 الأكبر بلا أمريكا لم عنبأ إلى اعتماد استراتهيه يواليس التأمين على المهاد من أجل تمويل خططها للتمويشات الؤبطة. ما يشهر إلى أن ذكاليف هذه الاستراتهيهة قد تصل إلى فهم مراهمة جداً. انظر:

Chrimophes Durw and Duvid Cny Johnston, «Special Tax Breaks Earleh Sovings of Many in the Ranks of Managements, New York Times, October 13, 1994, sec. 1, 1.

- 17- Clark Consulting, «Executive Boxofite» 2.
- 38- «Tax Deferred Pay for Exceptives» New York Times, October 13, 1994, A.M.

19- وفضاً لتقارير شركة كوكا كولا السنوية الوجهة العضلة الأسهم. فإنها كانت تدفع ما يستمل على دخلها من حبر الب ماوال مدة إدارة جويزوينا باستثناء عام 1992.

- Genchen Morgerson, «Executive Pay. Histing Behind Small Prints New York Tunns, February 8, 2004, sec. 3. (.
- 4) The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft» Special Report (2004).
- Lublin, «Executive Pay mader the Radons; and Gray Strates, «CEOs Cash in ofter Tetrate» USA Today, April 25, 2002, mency nection, B1.

43 انظر الوقع الإلكتروض الثالي (تاريخ الدخيل 12 أيار /ماي. 2004)

http://contracts.composite.fluidlaw.com/agreements/fleethankon/nourmy.comp.200.10.10. hard (accommed May 12, 2004).

- Lublin, ablany Fentor Chief Executives Got Lash Perks and Fat Fore for Limited Consulting Works Wall Street Journal, September 13, 2002. 81.
 - 51- هنداً القصور الخاطئ وصل بأحد استشاريي التويضات إلى الحديث عن استعمال الطائرة الخاصة للشركة يوسفه مطريقة فاعلة لله المدير شيئاً ذا قيمة.
 - Yale D. Tuber, quarted in Lublin, «Executive Pay under the Radius.
 - 66- نشكتر مسارك أبر الموفهنش و بهنز أبليلوم على التفاشات الفهيدة مول كلفة تشهل طائرات الشركات الخاصة.

- 47- The Corporate Library, «The Use of Company Aircraft».
- 48- Ins Kay, cited in Streets, «CEOs Costs to after Tenure».
- 49- Lublin, «Many Former Chief Executives Get Lash Perion.
- 50- Street, «CEOs Cosh le after Tenure».
- 51- Streets, vCEOs Cash le after Teneres.
- 52- Josea Lublin, «How CEOs Retier in Styles Wall Street Journal, September 13, 2002, B1.
 - 35- الأمثلة والمتعلقات بالأعدا المنطع مأخوذة من

Lublin, "How CEOs Retire Is Styles.

44- بالطبيع متساك حالات يتم فيها تقديم حتى هذه المطادات على شكل هذابا عينية بدلاً من الشكل القدي، هنتايل استمرار عام مك كول، الدير المام القلاعد لشركة بالقد أف أمريكة.
ية تقديم «القصع والاستشارات كان يعصل هو وأعضاء أسركه على امتياز استخدام طالرة

Street, «CEO» Cash in after Tenure».

الدر فيمة منه الهدية بما يزيد عن \$500000.

الشركة الخاصة 150 ساعة طيران. انظر:

9- قروض؛لدپرپن

- عبدارة منتهدة عن شركة كونسيكسومن التصريح الإعلامي العذي وجهته للمسهمين للة (2 تبديان/أبريل، 1999.
 - Cources, Inc., Definitive Notice and Pressy, Schooler 14A, April 21, 1999, 17.
- Gary Stream. «Exces Resp Beachts of Cushy Louise» USA Today, December 24, 2002, 1B.
- 15 U.S.C. 78m (k); and David S. Hikzearsth and Helen Dewar, «Sense Votes to Curb finisher Lending» Washington Post, July 13, 2002. A13.
- 3- Paul Hodgeon, while Bug For Corporate Loans The Corporate Library, 2002, 1.

- Andrew Backover, «Questions on Ebbers Losse May Aid Probes» USA Today, November 6, 2002, money section, JB.
 - Dans Clmillson, «Former Workloom CEO Missos Lean Payment» Toronto Star, May 7, 2803. C4.
 - 6- الثروش المنومة من قبل هذه الشركة جرى توثيثها بإلا
 - Gury Straum, «Den't Bother Paying Us Back, Many Bounts Tell CEOs» USA Today. Newsabber 13, 2001, 88.
- Dobre Sparts, «The Mother of All Stock Option Plane» BusinessWork, Neverther 23, 1995.
 158
- B. Sparks, "The Mether of All Stock Option Plans" 158.
- Star Smff Report, v7 Ex-Comeco Officials Race Septeme Sains on Leanns-Indianapolis Sur, May 8, 2084, C1.
- 10-Rob Kaiser, «Comélece Loans Ro-Examined: 104 Former Exces or Bankraps Firm Press for Refer's Chicago Tribune, August 11, 2082, C1.
- 11- Hodgson, «My Big Fot Corporar Lease» 1.
- 12- Hedgron, «My Big For Corporate Lass» 3.
- Kathleen M. Kahle and Kuldery Shessiv. «Executive Learns» Journal of Firancial and Quantitative Acutynia.
 - وقــــق تقديـــرات كافيا. و شاستري دايّن القرض الوسطي الذي عادة ما يمنح لديرين بمعدلات هائدة أهل من العدلات السائدة ــــــة السوق يكلب الشركة التي تقترض لديريها ــــــة سوق افتر انس الشركات. 32 من القوائد تاريخها عن كل 51 يتم توجره من القوائد على الميور.
- 14- Kalife and Shareri, «Executive Leaner». 9
- 15- Kable and Sharpi, «Executive Large» 5

Kalife and Shestri, «Executive Leane» 9

لكن معظم هذه النشاطات قد حدثت قبل أنهياز مؤشر ناسد لك. ويلا ضوء تراجع أسعار الأسهر بلا السول بلا الدن المندة بن 2002-2008 اللاحقة قدة الدواسة. يمكننا توقع نسب أعلى من نسب الإعقاء السابقة.

- 17- Hadgson, «My Big Far Compones Loss» 2.
- Phiph Kong, chesider Lanna: Everyone Was Duing Its Business 2.8 (November 2002):82.
 Hadasun, abby Bin Fut Composed Lemma 2.

£4- انظر :

David Leanhard, shi's Called a "Loan," But h's Far Sweezen New York Times, February J. 2002, 1.

12- متنافش مسألة الاندرام التسيي فقيود الفروشة على فهام مؤوفم الشركات الونمنين على أسرار الشركات بيهو وشراء أسهم شركاتهم بقدر أكبر من التضميل بلا الفصل 14.

22- Lomburd, -It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeters; and Leoshard, -It's Called a 'Loan,' But It's Far Sweeters; Joann S. Lublin, -Excensive Pay under the Radar; As CEOs Reported Splanies and Bossess Ger Pinched, Many Chefs Are Finding Ways to Increase Their Compensations Wall Sweet Journal, April 19, 2002, B7

10-الثمويضات القائمة على غير حقوق اللكية

ا- أحد القداءات القوية العروفة فقت الديرين حجماً كهيراً من التعويفسات الرئيطة بالأداء تداء مندر عن مايكل جيئسن و كهذي دجهه، مورية بة العام 1990.

Michael C. Jenson and Kevin J. Murphy. «Performance Pay, and Top-Management Incentives» Journal of Political Economy 98 (1990): 225264-. 2- Paul Hodgers, «What Rankly Happened to CEO Pay in 2002?» The Corporate Library 2003, R.

(- انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economies. vol. 3, lat. 2, cd. Oricy Autosfelter and David Canl-(New York: Electics, 1999). 2535.

ال الطار:

Charles P. Himmelberg and R. G. Himbard, "Secrative Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-fier-Performance Sourisitings, Working paper, Columbia University and the National Sureau of Economic Research, 2006, 19.

- Otiver Jean Blanchert, Florencie Lopce-de-Silanes, and Andrei Shleifer, wWhat Do Firms Do With Cesh Windfalls?a Journal of Financial Economics 36 (1994): 358 - 359.
- Marianne Bertraud and Seathil Multicipation. "Are CEOs Remarked for Luck? The Ownwithout Principals Are," Quarterly Journal of Economics 116 (2009): 901 - 932.
- 7- Murphy, «Exceptive Compression» 2537.

4- ية بعضى الشركات. مثل شركة مك دير موت. أدى معهم الابنية, التواد يضل هيئة الأسهم إلى شطب إير ادات استنسار المسلميق الكلامية عن أرقام الإير ادات المستعدمة لحساب المكافئة

Elles E. Sheltz, «McDermon Alters in Pay Formulas for Top Excentives» Well Street Journal, February 25, 3982. A2.

- 9- Bethery McLeen, a That Old Financial Magic: How You Grow Earnings Five Times Feater Than Reveneus? Just Words: Forence, February 18, 2002, 70.
- Floyd Narris, «Presion Folly: How Losses Become Profits» New York Timm, April 26, 2002. Ct.
- Jeane Doucher and Theo Featcis, «Peterions Fell-Not CEO's Bosses» Wall Seven Journal. June 16, 2003. C1.

- (2- Carel J. Lounis, «The Staff is Wrong» Forture, June 25, 2002, 75 64.
- Kevin J. Murphy and Paul Oyer. «Discretise in Ensenier Contracts: Theory and Evidence-Working paper, University of Southern California and Murshall School of Business and Stanford University Graduate School of Business. 2003.
- 14- Richard Trigmaz, «Grant Dimensact» St. Petersburg Timm, May 26, 2002, 1M; Lanin Lavelle, «Executive Pays Business/Weet, April 15, 2002, 34; and On-6d Leonbards, «Cohe Revenue Rules, Adding for Bosson New York Times, April 7, 2002, sec. 1, 6.
- Fosse Drucker, «AT&T Wineless Eases Bonus Roles» Wall Smest Fournal, April 15, 2003.
 B3.
- Gotchen Morganson, «The Rules as Bomes" Pay Seem Written with Pancil- New York Times, May 25, 20032, sec. 3, 1.
- Yaniv Grinates and Paul Hellur, «CEO Compensation and Incentives-Evidence Som-M&A Beauties Journal of Fluorist Economics.
- Andrew Rose Sarkin, «Those Sweet Trips to the Merger Mall» New York Times, April 7, 3002, ecc. 3, 1.

19- لنظر : 10 (Paus Cosp Schadule 14A (Filed March 10, 2002): 10 - 14-

.20 انڪ :

- SBC Communications Schodule 14A (Filed February 14, 1998): 23.
- Bernard S. Black, «Bidder Overpayment in Takesvers» Stanford Law Review 41 (1998): 997.
- Feed J. Woston, Juan A. Sin, and Brian A. Johanne, Takesvors, Restructurings, and Corporate Governmen, 3" ed. (Upper Saddler River, NJ: Frontice Hall, 2001), 200,221.
- 23- Sare B. Moetler, Frederik P. Schliegewater, and Rese M. State. «Do Starobelders of

- Acquiring Firms Gain From Acquisitions?» Southern Methodist University, University of Piroburgh, and Ohio State University, 2003, 9.
- David Honey, «Margers: Why Meet Big Deals Den't Pay Off,» BusinessWeek, October 14, 2002, 68, 62.
- 25- Orientes and Hirber, «CEO Componention and Incentivers.

كان شال أهد مستشاري التبويضات إنه قدن الإنساف فعالاً أن تتم مكاف أو الديرين لامامين على استده عدم لتحمل تبسات الجيازة والدخول بلارهانات لشراء شركتك ولمنامة صفل فدمين شألها أن ندير مستبلك الهنب، لنطرا سوركين، طلك النزهات العلود إلى من الشركات.

Sorkis, aThose Sweet Trips to the Morger Malls.

ولكن ألا شوى أن «النصاب لة نزهمة إلى منول الشركات لتسبول بعض منهنا» هو الجوهر المقيش لمبلية إدارة الشركة؟

27- Sertim, «Those Sweet Trips to the Morger Mail».

Yest Times, January 5, 3002, C1.

28- يستند هذا القطع على تدرير أعدد يول هود بسون لصالح مكتبة الشركات. Paul Hodgaar «Goldon Helios» The Corpusse Library, 2002.

- 29- Genchen Marganian «Courses States Stide on Mens of Rating Drop and Departmen Men
- Al Lewiz, «Global Crossing's Revolving Door Pure Platinum», Desver Post. February 17, 2002. K - 01.
- Patrick McGorbas. a Top Executives' Lagrative Deals Tie the Handa That Pay Thoras. New York Times. June 28, 2005. B9.
- Jersony Kaha, "Saddenity Some Porks Ason't Worth the Pains, Fortune, November 11, 2002.

- 33- Paul Hodgeon «My Big Fat Corporate Lous» The Corporate Library, 2002, 5.
- 34 Liz Pultian Waster, «Despite Recression, Pertra for Top Executives Grows Les Augrès. Times, February 1, 2002, Al.
- 35- IRS Notice 2002 \$.
- Donn Foust and Louis Lavelle, wCEO Pay: Nothing Succeeds like Falkarev BusinessWeek.
 Suptember 11, 2000, 46.
- 37- McGerban, «Top Executives" Lucrative Deales-
- 38- Paul Hodgson, «Golden Parachuses and Cashion Landings» The Corporate Library, 2003, 7.
- 39- Hodgece, «Golden Parachetes and Conbinsed Landings» 7.
- 40- Paul Hodgeos, «Paying CECs to Stay at Home» The Corporate Library, 2003, 1.
- Savus Baisms, As Introduction to Executive Comparation (San Diego, CA: Academic Press, 2003), 86 - 87.
- 42- Belsers, As Introduction to Executive Compression, 110.

16-تمار الصادطة 🕊 خيارات الأسهم الثقليدية

عبارة منتبسة عن ألفره وايابورت. مأخوذة من

Alfred Rappaport. «New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance-Harvard Business Review 77 (1999); 92.

Kevin J. Marphy, «Executive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. 3, bit.
 ed. Orley Autorifeier and David Card (New York: Elsevier, 1999), 2490; and David Yermack, «Do Corporations Award CBO Stock Options Effectively?» Journal of Financial Economics 39 (1995): 238.

2- انظر على سبيل الثال:

Clifford Holdernem, Randolf Krustner, and Dennis Shethan, «Were the Good Old Days That Good! Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depressions Journal of Finance 54 (1999): 435 - 469; John J. McConnoll and Heuri Survana, «Additional Evidence on Equiry Ownership and Corporate Values Journal of Financial Economics 27 (1998): 985 - 612; and Randall Morch, Andrei Shielfer, and Robert Valuey, «Management Ownership and Markes Valuation» Journal of Financial Economics 26 (1988): 295 - 3 15.

- Machel A. Habib and Alexander P. Ljungqyin. «Fire Volve onl Managemal Incomitree: A Stochastic Frontier Approach». Forthcoming. Journal of Business.
- 4- Devid Leosbarth, «Report on Executive Pay: Will Teday" a Huge Rewards Devous Temenrow" a Earnings?» New York Times, April 2, 2000, sec. 3, 1.

إن الدراسة الوحيدة الأضرى التي ركزت مصريهاً على اعتماد خيداوات الأسهم سبيلاً لتج الشهيم سبيلاً لتج الشهيشانة للمجارات الأسهم سبيلاً لتج الشهيشانة للمجارات الدولية المشادة والفاعلة والفاعلة والفاعلة والفاعلة والفاعلة المشادة المبادئة الشيرة الشهيشانة المبادئة المشادة المسادة المبادئة المسادة المبادئة المبادئ

Richard A. DeFinco, Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, "The Americains between Exceptive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Makings Financial Management 28 (1991): 40.

 إن مفهوم «ميسة المهار الذي يعوي أغير شدر ممكن من الطومات كان شد استخدم أول مرد بلاد

Bergs Holmstrom, «Marral Mazard and Observability» Bell Journal of Economics 19 (1979): 74 - 91.

ه- إن العراسة التي قامت بها شركة إس سي إيه للاستثنارات قد نشرت بي: Simon Panencon pad Preyr Savids, --Brew to Helte: Top People's Pay Redicat Performance-Sanday Tanes (London), August 9, 1998, Instincts station, 12. 7- J. Angel and Dougtas M. McCabe, «Market-Adjusted Options for Executive Compensations Global Business and Economics Review 4 (2002): 14.

4 لقسراء وتسليمل يشهر إلى أن الخيارات المفهرسة لا يبكلهما أن تفلتر جميع تأثيرات السوق أو المعلل الذي تميل هيه الشركة. انظر إلى:

Liss K. Meulbroeic, «Executive Compression Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Senutrare and Costs of Indexed Options» working paper, Harvard Business School, 2001, 1 - 3.

أطهــرت مويابيروك أن الخيارات ذات سعر الاستخدام الربوط بعوثمر بعثل تحركات السول. أو الحفل الذي تعمل فيه تلك الشركة لا تقوم يفلترة كاملة لتأثيرات السوق أو الحقل. وقد شمت موينهروك ألية بديلة للقبام بذلك.

9- انظر:

Alfred Rappapors, when Thinking on How to Link Executive Pay with Performances Harvard Basiness Review 77(1999): 91-101; Mark A. Clawson and Thomas C. Klein, windexed Sacek Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performances Stanford Fournal of Law, Business & Finance 3 (1997): 31 - 50.

10-انظر:

A. Johnson and Yisong S. Tian, «The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Planto Journal of Financial Economics 57 (2000): 25 - 26.

ولزيد من التفاصيل حول التأثير التحنيزي للخيارات المهرسة وتقويعها انظر:

Stanc A. Johnson and Yisong S. Tian, «Indexed Executive Stock Options» Journal of Financial Economics 57 (2000): J5.

11- Kevin J. Murphy, «Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options», University of Chicago Lew Review 69 (2002): 863.

 12-مشاك مكاسب معتملة أخيرى للفهوسة لم تناقشها منا. فطي سيهل الشال، لقد قبل إن فهوسية سمو استفدام المنوارات من شأنه أن يقتل من مدى شويض الديور مطاطو السوق.

انظر:

Bengt Holmstrom, «Moral Hazard in Tearne», Bell Journal of Economics 13 (1992);

- خبير أنسا لا تركز بلا صدا الوضع على ما تجليه الضياوات التقييمية من مجاهل ، يقل مقيضة أن منا يرتبط بكاف الضيارات من ندينهات عشوائية للا الدول بين سمر السهم وسمر استخدام الخيارات يجبب بالمصطة بلا سالح الديرين ويدر عليهم أوراها كهيرة.
- Brian J. Hoff, «A Batter Way to Pay CEOy?» in Executive Compensation and Sturcholder Value, ed. Jennifer Corposter and David Yormack (Boston: Kluwer Academic Publishers, 1909). 43.
- 14- Shows Tully, "Ruising the Ber." Former, June 1, 1998, 272.
- 13- My, «Raining the Bar».
- Jonns S. Lublin, "Why the Ges-Rich-Quick Days May be Overs- Wall Street Journal, April 14, 2003, 82.
- 17- Tully, «Raising the But».

ذرائع ومسوغات لاعتماد خيارات الأسهم الثلابدية

عبارة مثنيسة عن جون إم. أباود و دينهد إس. كابلان، مأخوذة من

John M. Aboved and David S. Kaplan, «Excessive Compensation: Six Questions That Need Agenericage Journal of Economic Perspectives 1J (1999): 157.

- 1- J. Murphy, «Encosive Compensation» in Handbook of Labor Economics, vol. J. Mr. 2, ed. Orley Ashanfelist and David Card (New York: Elsevier, 1999), 21; and Brian J. Hall and Jeffrey B. Lisbenen, o'The Tausions of Executive Compensations in Tax Policy and the Economy, vol. 14, ed. James Pointin (Cambridge, MA: MIT Press, 2000), 11.
- APB Opinion No. 23; Round L. Govres, Executive Compensation 214:04 at 498 (CCN Tax Transactions Library, 1992).

ا- بعقدار ما تعتد مكافأت الديرين على أرقام الإيرادات المئقة. فإن أرفام الإيرادات الطفة.
تعقبي أيضاً مكافأت أكبر، لكن، من التوقع أنه عندما يكون مجلس الإدارة على درجة كافية من الوعي والدراية ... لا يقتل المناطقة من الوعي والدراية ... لا يقتل المناطقة المعيد حجم الكافأت تمتاج إلى بعض التديل لكي تعكس على نحو صحيح الأثر المعاسبي لهذا الغيارات.

4- بالتصل، مثالث مؤشرات على أن سعر الأسهم.\$ السوق يتأثر تأثراً طنيعاً بما إذا كانت كفة الأسهم فدخل غذ مسابكت الشركات أم إنها تكشيف غذها مثل البيانات الثانية هسب مون أن تدخل ها الله النافت ذهر.

Messae Espainhodi, Poorse Espainhodi, Zabiholiah Rezaer, and Hassam Tohumius, «Sinch Price Raserion and Value Relevance of Racognision versus Disclosure: The Case of Sinck Based Compensation». Journal of Accounting and Economics 33 (2002): 343 - 373.

- Jouaifer Reingold «Connectary: An Option Plan Your CEO Hateu», Business Week, February 28, 2000, B2; and James P. Miller, «Indexing Concept Aims at Fairmess», Chicago Virbane, May 4, 2003, CL.
- Frederic W. Cook & Co., «Update on Stock Option Accounting Debates, July 30. 2002. http://www.frecook.com/alers_letters/702-36-UpdateSOAcoting Debate.pdf (accessed June 23, 2004).
 - 7- انظر الوقع الإلكتروني:

http://www.tiaa-cref.org/pubs/humb/admin_resource/article2.html (accessed May 30, 2004).

- Andrew Hill, «Emotions Run High in Fight over US Stock Option Costa». Financial Times, January 31, 2003, 20.
- Georgeson Skarcholder. «2003 Assent Corporate Governance Review», 2003, 7. http:// www.georgesonsharcholder.com/pdf/200320%a.wrupup.pdf (accessed June 23, 2004).

10-انظر:

Financial Accounting Standards Board, «Expense Draft: Proposed Statement of Financial Accounting Standards», blanch 31, 2004, buyel wawe. Subscript draft/ od., blanchboard, psymmat.pdf (accouncil blany 23, 2004).

- Financial Accounting Standards Board, «Standards» of Financial Accounting Standards».
 (October 1995), 25 v 25.
- Graof S, Crysell, In Soarch of Excess: The Overcompensation of American Executives (New York: W. W. Names, 1991), 234.
- Financial Accounting Standards Beard, "Statement of Financial Accounting Standards., no. 123 (October 1995), 14.
- Linds Barus, «The Overcompouncion Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay», Indiana Line Journal 64 (1942): 73.
- Justin Fen, "The Only Opion (for Stock Opions, That lok Pretending They AM Free Didn't Work. Expensing Them May Be the Silver Bullet We're Looking Forn, Formats. August 12, 2002, 110.

أ- وهل دولسة أجراهها شركة بيرل ماير & شير كاؤد فؤنا 9.5% من النهيارات الني تضمها
 الشير كانت لوطنهها تمنح للمديرين العامين ونسهة إضافهها متمارها 48.6 شنج للمديرين
 الأخرين من المعت الأولى انتظر:

Pour! Mayer & Paraces. «Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations», 2001, 14.

- Patricia M, Deckow, Amy P. Hernon, and Richard G. Sloss, altronomic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensations, Journal of Accounting Research 34 (1996): 1 - 26
- 18- Surya N. Jangkingson, Richard A. Lambert, and Devid F. Lander, «An Empirical

leventigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesia, Journal of Accounting Research 30 (1992): 64.

- 19-17 CFR § 229,402 (2001).
- 30- Americanes, Cambert, and Largher, «An Empirical Soverigation», 46 67.
- A. Oye, «Relative Performance Evaluation and Project Selection», Journal of Accounting Research 30 (1992); 28.

22ء انظر:

Rajosh K. Aggarval and Auditor A. Sasweick, «Exceptive Compensation, Sentragic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidences, Journal of Pleance 54 (1999): 2009.

- 23- Murator, «Executive Compressuion», 2538, white 9.
- 24- Seal Lermons, «Pazzling Stock Options and Componenties Norman, University of Pranspirants Lear Review 149 (2081); 19221930 ,1923. Options with performanceconditioned verting could have deniler effects.
- 25- Charles P. Himmelburg and R. Olena Habbard, «Incomive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-few Performance Sensitivity», working paper, Columbia University and the National Surran of Economics Research, 2009, 1-3.

انظر أبضأه

Paul Oyor, «Why Do Firms Use Inventives That Have No Incentive Effects?» Forthcoming, Journal of Finance.

- 36- Himmelberg and Hubbard, «Incomine Pay and the Marten for CBOs», 1-3,
- C. Edward Fee and Charles J. Hadlock, wRaids, Rewards, and Reputations in the Alarkot for CEO Telemo, Review of Financial Studies 16 (2003): 1347.

- Kevin J. Murphy, «Explaining Exacutive Compensation: Managerial Power verses the Perceived Cost of Stack Options, University of Chicago Law Review 69 (2002): 863.
- 29. John E. Cone, Wayne Guay, and David F. Larcher. «Executive Equicy Compensation and Inconsistes: A Surveys., Economic Policy Review 9 (2003): 12-13: Gerald Garrey and Todd Milhourn., «Inconsive Compensation When Executives Can Hodge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cram Sections, Journal of Finance 34 (2003): 1557 1581; and Li Jin. «CEO Compensation, Divarialization, and Inconsives., Journal of Finance in Economics 66 (2007): 29 63.
- Devid M. Schizer, «Tax Constraints on Induced Options». University of Pennsylvania Law Review 149 (2005): 1942 - 8943.

كسا سيتين من التفاش لاحقاً، فإن بمضهم لا، يرون أيضاً به العاملة الضربيية الانتصابية التي تمكن بهذا خيارات الأسهم التقهيمة فسيراً جزئهاً يشرح حتيقة غيباب شكل خيارات الأسهم مشروطة الاستعفاق عن خطف الخيارات القدمة العديرين.

31-24 USC § 162m (1994).

32- Schizer, «Tax Countraints on Indexed Options», 1942 - 1943.

على الرغم من وجود أسهاب النهائد النهائد ون منم النهارات النهوسة تطفيضاً طبويهاً علا خلى الفقرة 16(ها) صن القانون الضروبي، الأمريكي. مناك امتمال لا يأسى به يأن يعطى دافع النمو الله من الحكومة بمعاملة شروبية تعشيلية علا عدا النمسوس. انقاش هذا الوضوع. انظر:

David M. Schözer, «Roducing the Tat Costs of Indused Options». Tax Notes 99 (2002): 1375.

13. الْمُزِيدُ حَوْلُ ثَمَارُ الْصَادَطَةُ فِيَّا التَّمَوِيضَاتَ القَائِمَةُ عَلَى مَقَوِقُ الْفَكِية

عبارة مقتسة عن وارن يطبت ومأغوذة من

Shown Tully, effairing the Burn, Fortune, June 9, 1999: 272.

1- انظر:

Kevin J. Murphy, ePerformance Standards is Incretive Contractors Journal of Accounting and Economics 30 (2001): 273; and Richard A. DePiaco, Robert R. Johanon, and Thormas S. Zorn, "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Benefitoiders», Journal of Finance 45 (1990): 617.

2- انظر على سبيل الثال:

Tom Nobel and Sarven Todd, aStock Options and Managerial faceatives to lavests. Journal of Derivatives Accounting 1 (2004): 29 - 46.

- 3- Nobel and Todd, «Stock Options and Managerial Inconsives to Invest».
- 4- Chongwoo Choe. «Leverage. Volatility, and Executive Stock Options». Journal of Corporate Finance 9 (2003): 593.

ي انظر:

Kevin J. Murphy, «Executive Compensation», in Handbook of Labor Economics. vol.
 bb. 2. od. Orley Ashendelser and David Card (New York: Ebevier, 1999), 70. https://doi.org/10.1006/j.jph.

6- Brian J. Hall and Kevin J. Murphy, «Stock Options for Undiversified Executives», Journal of Accounting and Economics 3J (2002): 23.

خبيراء لفتصاد آخرون أقدروا أيضاً بأن اعتماد هذا الشكل شيه الوحد من خيارات الأسهم لا يقق مع ميداً الساومة على مطال الذراع، انظر على سبيل الثال:

Yisong S. Tian, «Optional Contracting, Incentive Effects, and the Valuation of Executive Stock Optiones, working super. York University, 2001, 46.

حماول هول وصورية أن يعفر جا بعيزة إبجاعية لنوع الخيارات العائبة. طايعربها محاكاة وقعية بها مسمى لاحتساب السعر الأمثل لاستخدام الخيارات، وذلك بالاعتماد على هرفتهات متعدد لشكل وطالقت الفقعة الخاصة بالسور ، ولورد الدير ، وعوائد سوق اليورسة، وتذبئت سعر الشركة بها السوق. تشبع عن العماكاة أن سعر الاستخدام الذي يهادي إلى نشطهم حساسة الارتباط بهن الأجر والأداء. بالتسبة لطيف واسم من الوسائلة. يتم على العموم يلا مجال يتضمن سعر السهم الراهن ، لنظر: Brian J. Kall and Kevin J. Murphy. «Optional Exercise Prices for Executive Stock Optiona», American Economic Association Proceedings 90 (2000): 213; and Hall and Marphy, «Stock Options for Undiversified Executives», 3 - 42.

ضير أن دراستهما التحليلية هذه لا يمكنها تنسير المتيقة التي توصلا إليهها بتنسيهها. لا وضي أن 1994 من الطيبارات المنتوعة هي من نرع النيارات الطائدة. شأولاً. ليس مقاله من إنسات علس أن وطائف المنتمة الذي اعتداعاً - التي جرى تصميمها لهمل حساياتهما ممكنة الحسل - تنسيم ووطائف المنتمة الواقعة الخاصية بالديرين. وتنها، لا تأخذ المساكلة الأثار التحفيزية التي تستقها الخيارات على ساوك الديرين بالحسيان. فالتأ. حتى لو كاف الوسائط التي اختاراها تنسيم بالنمل مع واقع الديرين العامير. وحتى لو أمكن نهاهل الأثار التعليزية التي اختارات الأسهم، وإن منه النهارات (خيارات خاسرة). لكن معظمها يساوي سعر السهم يوم الني (خيارات دائمة).

- Greschen Morgemon, «After J.B.M.'s Option Overhant», New York Times, February 29, 2004, pp. 3, 1.
- 6- Morgemon, «After I.B.M.) Option Overhault, sec. 3, 1.
- 9- Paul L. Gilles, «Alternatives for Stock Options», HR Magazine, January 1999, 40 48-

10- انظر :

Brian J. Hall. «A Bester Way to Pay CEOR?» in Executive Compensation and Shareholder Vature, ed. Jonai for Compensar and Ouvid Yormack (Boston: Klurrer Academic Publishers, 1999); Al; Nobel and Todd, «Stock Options and Managerial Jocentives to Invasors, Shane A. Johnson and Visong S. Tian, «The Vathe and Inconive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Planes, Journal of Financial Economies 37 (2000); 334: and chard. A. Lambors, David F. Larcher, and Robert E. Verracchia. «Paytiolio Contrideration» during Executive Compensations., Journal of Accounting Research 29 (1991): 129 - 149.

Michel A. Habib and Alexander P. Ljungqvist, «Firm Valum and Managariai Inconives: A Stochastic Frantier Approach», working paper, London School of Business and Stern School of Business. New York University. 2009.

12- Half, 4A Botter Way to Pay CEOso, 43.

13- هذا الثال مدروض ع:

Survive Bullean in An Introduction to Executive Companyation (Saw Diego, CA: Academic Press, 2002), 151.

- 14- Joe Cheang, «Valuation of "Ruserback" Executive Stock Options: A Significan Approachs, working pager, The University of Austriana, 2002.
- 15- Innernal Revenue Code, Section (62(m).
- Deborah Solomon, «SEC Probes Oprican Grands Medit as Company News Boots Stock».
 Wall Street Journal, March 39, 2004. 1.
- 15. David Aboudy and Ron Kassnik, uCEO Stack Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosuress, Journal of Accounting and Economics 29 (2009); 73-109, Server Balana, Huging Chen, and Srinivason Sonkaraganes-numy, «Euraings Management Prior to Stock Opsion Grants», working paper. Temple University Department of Accounting, 28(1); and David Yormack, «Good Timing: CEO Stock Opsion Awards and Company News Austrance States of Finance 52 (1997); 449 477.

18- تسجيم صدّه النفوية مع دلائل أخرى نثير إلى وجود انخفاسات غيازة. إلا الأسيار فيهل منه الخيارات. لنظر:

Krith Classvin and Carby Steney, «Stock Prior Decreases Prior to Executive Stock Option Grants», Journal of Comporate Finance: Contracting, Government, and Organization 7-(2001): 53 - 76.

 Balana, Chen, and Suskaraguruswatty. «Earnings Management Prior to Stock Option Grants». 20. Menachane Branner, Rangarijan K. Sundarian. and David Yermack, «Altering for Terms of Enanctive Stock Options», Journal of Financial Economics 57 (2000): 110.
وفقاً لركز الأيسات التعلقة يستولية البنتير (1880). فإن الله من الشركات التي شملتها
العراسة والرائغ عددهــــا 1891 شركة قامت بإصادة تسمير خياراتها المتوسة في العام 1998.
انتها:

Kuthy B. Russon. Executive Psy. 1998: Chief Executive Officer Congression on SAP Super 1,590 Compution on Regioned in 1998 (Investor Respossibility Research Comm. 1999). 2.

- Brenner, Sundaram, and Yermack, «Altering the Torons of Executive Stock Options», 112.
- Thoram A. Rascieffe, when Guidance in Accounting for Stock-Based Componention: FASBIN No. 44s, National Public Accomment 46 (300 F): 21.
- Brian J. Hall and Thomas Knox, «Managing Option Fragility», working paper no. 82 19.
 Harvand Business School, Negotintions, Organizations and Markets Unit, 2002. 3.

20- النظر :

Junta Fox, «Amazing Such Option Stright of Hand», Fortune, June 25, 2001, 84.

- Viral V. Acharya, Koze John. and Rampirejah K. Spadersm. «On the Optimality of Rosstring Executive Stock Ontinees». Journal of Financial Economics 57 (2000): 67.
- 26- Li Jin and Lim Mouthroot. «De Undorwner Executive Stack Options Skill Align Incontives? The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incontive-Alignments, working paper, Karvard Passings School. 2001. 39 - 40.

: بانطى :

Mary Elten Carter and Lumin J. Lynch, «The Effect of Stock Option Repricing on Employee Turnovers, washing paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, and University of Virginia Dunlan Graduate School of Business, 2003, 4.

- 28-P. Jane Saly, «Repricing Executive Stock Options in a Down Market», Journal of Accounting and Economics, 16 (1994): 124.
- 29- A. Martinez. «Moving the Gottl Posts: Options Respecting Gives Companies a Powerful Tool to Retain Workers: Critics See R as Remarding Failures. Wall Street Journal. April 9, 1998, Rd; J. A. Byrna, «Move to Remard Failure: Reprine Stock Optiones, Business Wark, October 12, 1998, 50; and Junes E. Heard, «Executive Compensation: Perspective of the Institutional Inventor," University of Cincinnali Law Review 63 (1995); 749.
 - يعنده مجلس مؤسسات الاستثمار . شبع بهاسات موكدة الشركات. كأحد مبادئة الأساسية عشى أن الانهارات الذاريطة لا يسمع بإعمادة تسهرها أو استيدالهما دون مواهقة حدثة الأسهم. انظر الزفيق الإلكتروني:
 - http://www.cii.org/dcwarcii/wsb.es/Idoc/policies_iv.com(accessed March 17, 2004).
 - 40 خامسة إمدى البراسات إلى أقدية تمو 100 من المالات التي جرت فيها إمادة التسير. جمرى خلفى سمر الاستخدام لكله يقني أعلى من سمر السهم ية تأريخ إصادة التسير. النق :
 - Bremer, Sandonan, and Yermock, arbarring the Terms of Executive Stock Optionss, 812
 - ال ممد بعض الديورين ومجالس الإدار دريما خوطًا من سخط السهيح والهتبين. إلى تعديد مكاسب إصادة التسهر باعتباد أسعار استخدام أعلى هيلاً من أسمار الأسهم ⊈ناريخ إعادة التسهير، انظر:
 - Donald M. Chance, Ruman Kumer, and Releace B. Todd, «The "Re-pricing" of Executive Stock Concess., Journal of Feature Economics 37 (2009): 144.
- Bremer, Sandarara, and Yermack, «Altering the Terms of Executive Stock Options.
 121.
- 33- Chance, Kumar, and Yodd, "The 'Re-pricing' of Executive Stock Optionse., 131; and Mary Eften Carser and Lusen J. Lynch. «An Executive of Executive Stock Option Re-pricings. Journal of Financial Economics 61(2001): 200.

34- Sandra Ramiro Callaghan, P. Jame Suly, and Chandro Submananiam, «The Timing of Option Re-priciage», working paper, Testa Christian University, University of St. Thorum, and University of Testa at Arlington, 2003.

95- انظر:

Tuzothy G. Politock, Hapeld M. Fischer, and Junez B. Waste, "The Role of Forest and Palitics in Reprinting Executive Options.", Academy of Management Journal 45 (2002): 1178.

46- كسا منشرح لاحقاً. هناكات عدة أشكال لعملية بمبادة شهن الطيازات هنان سبيل الثال. تمتع بسبيل الثال. تمتع بعض بنطحة إصادة الشهن بخيبارات إضافها قابلة لإعدادة الشهن، وذلك مهنئاً عمل ما الشهدة على عملية استعدام عن الأسهم الماوكة التي سبعب بيمها لعج الشوائب المشتقة على عملية استعدام الطيارات.

- Thomas Hemere, Sarve Messanaga, and Torry Stortin. "Opinial Exercise and the Cost of Oraning Employee Sarck Opinins with a Reload Provisions. Journal of Accounting Research 36 (1998): 234.
- P. Jone Soly, Ravi Jugamentum, and Steven J. Huddart. «Volving the Reland Feature of Executive Stock Options». Accounting Hasianna 12 (1999): 220.

99. جداء بلة تلويس لجلة وول ستريت جوون ال عام 1999، أن 20 شركة صن الشركات الأوبيين المتعولية بها العواسية التي تقدوم وأمادة شعن خياواتهها المتوجة. كانت تصدر خيارات إضافهة للتعويض عن الأسهم التي يجب حجزها الدفع الضرائب الستحقة من جراء عملية استخدام النهارات. فنطر:

Christopher Gey, «Hard to Lose: 'Reload' Options Promote Stock Owsership among Executives: But Citics Say They're a Lot More Costly than Shareholders Realize», Wall Street Journal, Agril R, 1999, R4.

40-انظر:

.Saly, Jaguarathus, and Huddorf, «Valuing the Relead Features, 220

عدد ظهل من الشركات يشدّ عن الشكل القطاسي لعملية إعادة شعس الخهارات، وذلك باستخدام أساليب أخرى مشوعة. هبطى الشركات تصدر خياراً جديداً عن كل خهار يستخدم. برلاً من إسدار خهار جديد عن كل سهم يجري الشازل عنه من استخدام الخيارات، وشركات أخرى تعدد آجال الخهارات الجديدة إلى ما بعد أجال الخيارات الأسلية التي جرى استبدالها. انظر: Albed to Love ،

كلا الأسلوبين بعقسع المديرين فيمة إضافيسة على القيمة التي تمقعها الخيسارات التي بماد شعفها نظامياً.

41- Heard, «Executive Compensation», 749, 759

42-انظر:

Gay, whard to Lonn; and Jennifer Reingold, whice Option if You Can Get In, BaninessWeek, May 4, 1998, 111.

33- إحسان مجموعات خيراه الاقتصاد قامت بدراسة شملت معطيات الشركات الأقد وخمس مثة المدرية على لائمة عقد من عام 1991 إلى عام 1991. وخلمت إلى أن المهرين الذين يستكون حسساً سنير النسياً من أسهم شركاتهم كانوا يعتقرون بنمو 10% من المسسس الإضافية التي يحملون عليها من جراء استضدام خيار الهم. يلا حين كان المهرين الذين يمثلكون حصصاً كبير لانسياً من أسهم شركاتهم بيمون مجهل عصصوصم الإشافية. انظر:

Eli Ofek and David Yermeck, «Taking Stock: Equiry-Based Compensation and Evolution of Managerial Ownerships, Journal of Finance 55 (2000): 1377 - 1378.

44- انظر على سبيل الثال:

Joseph S. Lublin, «With Options Taimed, Companies Award Restricted Stock» Wall Street Journal, March 3, 2003, B1.

45- Lublin, «With Options Tainsed».

46 من المتعل جداً أن تؤدي ملكهة الأسهم المتيدة إلى مشكلة أخرى ثانجة عن سمر الاستخدام المساري للصفر ، خلافاً لقاليية حملة الأسهم الذين يمثلكون أيضاً أسهماً متزعة به السوق. هايان الروة المديريين هادة ما تكون مكونة بالاصطمها من الأسيم والفيارات التي يعصلون عليها كتمويف أو أجر من الشركة التي يعملون فيها. وعندما يعتلك المدير حصة كبيرة من أسهم الشركة التي يديرها. فإنه شد يديل لأن يكون معافظاً أكثر مصاهو بالاسلام عليه معالم من الشركة بالانت بل حصفة أسهم الشركة الأخرى الانهن لا تقتصر ملكيكهم على أسهم عنه الشركة بالانت بل تضم أسهم شركات أخرى بلا السوق. وقا كانت الانهادات التي لها أسمار استجدام أكبر من الصفر تدفع الدير الذي يعلكها لكي يعمل بالتباء وفع سمر السهم بالا السوق أكثر مما شعادة مفكمة الأسهم القنيدة، فإليها (أي الغيارات) تدبيعة أكثر لالغالا القراؤات البريقة معدلة بعض الشهد من طبيعت التي تشعو إلى اللبالغالة الانتحفظ.

 Brian J. Hall and Kevin J. Murphy. a The Treatile with Stock Options., Journal of Economics Perspectives 17 (2003): 60.

14- حرية التصرف بحوافز اللكية

عبارة مقتبسة عن إيلى أوظك و ديليد برماك. مأخوذة من

ER Ofek and David Yerreck, «Taking Stock: Equiry-Based Compensation and the Evolution of Nanuscript Ownerships, Journal of Finance 55 (1997): 1347 - 1384.

١- المجة اللدمة ﴿ هَنِهُ النَّشَرَةُ معروضة بِعزيدُ مِنَ التَّفَعِيلِ ﴿ ا

Occu Ber - Gilt and Lucian Behchak, «The Costs of Permitting Metagers to Sell Shares», working paper, Harverd Law Schoot, 2003.

- David M, Schizer, «Executives and Hodging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Companishings, Columbia Law Seview 100 (2000): 465 - 472.
- Jennifer N. Carpenier, «The Exercise and Valuation of Executive Stock Options», Journal of Financial Economics 48 (1990): 139.
- 4. Paul L. Gilles, «Alternatives for Stock Optiones, IRR Magazine, January 1999, 40 48; Sarven Hudden, «Exployer Stock Optiones, Journal of Accounting and Economics 10 41994; 207231-; and Olich and Yermack, «Tailing Stock», 1376 - 1377.

- 5. Eleo E. Schultz and Than Francia, «Fair Sharest Why Company Stock is a Barriers for Many and Lum So for a Ferw, Wall Street Journal, November 27, 2001, Al; Greg Ip, «Collars Give leaiders Way to Cut Rinko, Wall Street Journal, September 17, 1997, Ct, C3; Shart Weinberg, «Indiders Hedge with Zero-Cost Colleges, Wall Street Joenes, August 7, 2002, B3; and Randell Sanish and Jesse Esinger, «The braiders' Magic Wey to Selle, Wall Street Journal, March 18, 2004. Cl
- 6-J. Carr Bettin, John M. Bizjah, and Michael L. Lennous, «Managerial Ownership, Incomive Contracting, and the Use of Zaro-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiderus, Journal of Financial and Chametrative Analysis 34 (2001): 345 - 370.
 - 7- كشف دراسة قام بها ستيوارث شواب و رائدال ثوماس، شملت مقود ثعين 370 مديراً عاماً نولت جمعها «مكلية الشركاف». عن أن أياً من ظف المقود لم ينظري إلى تلبيد حرية الدير المام ية تحصين خيارات الأسهم القدمة له قبل تاريخ «متحفظها، النظر

Stavest J. Schweb and Randell S. Thomas, 49 hat Do CEOs Bargain For? An Empirical Shady of Key Legal Components of CEO Contractor, working paper, Cornell Law School and Vanderbill Law School, 2004. 5.

- 8- Schwab and Thomas, «What Do CEOs Bargain For?» 13.
- 9- Schizer, «Executives and Hedging», 442 443.
- 10- Ofek and Yermack. «Taking Stock». 1376.
- 11-John E. Core and David F. Larcher. «Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Committee», Journal of Financial Economics 64 (2002): 322.
- 12- American Express Schedule (4A (filed on March 16, 2001): 25.
- 13- American Express Schedule 14A Eliago from 1993 to 2000.
- 14- American Express Schedule 14A (Blad on March 10, 2000), 27. as reported in Serven Balann, An Introduction to Exercitive Compression (San Diego, CA: Academic Press, 2002), 211.

15- انظر

Josep S. Lublin, «Why the Gat-Rich-Quick Days May Be Overs, Wall Street Journal, April 14, 2003, R3.

16 - انظر: «Why the Get-Rich-Quick Days May be Over» ما انظر:

17- للاطلاع على مفاقشة شاملة لهذه السألة انطر:

Jone M. Fried, "Rodneing the Profinibility of Corporar Insider Tending through Preventing Disclassers", Southern Children's Law Review 74 (1998): 334 - 346, 364.

 Fried, «Reducing the profitability of Corporate Insider Trading», 322 - 323: and H. Nejat Seyhan, Investment Intelligence from Insider Trading, (Cambridge, MA: MIT Press, 1998).

كتابك يستطيع الديدون تضطيم ما يجتونه من أرباح بإدستقات الاتبسار الداخلية عير سنقات إعادة الشراء ، حيث يعمين إلى شراء أسهم شركاتهم من السهمين العادين على نمو غير مباشر ويسم متخفف الأشاء :

Jesse M. Fried, "Indidet Signaling and builder Teading with Reportance Tender Offersa, University of Chicago Law Review 67 (2000); 421 - 477; and Jesse M. Fried, "Open Market Repurchases Signaling or Managerial Opportunism" Theoretical Impairies in Law 2 (2000); 265 - 496.

9]، انظر:

Jesse M. Fried, elesider Abstentions, Yale Law Journal 113 (2003): 486 - 491.

20- انظر: 17 1 - C.F.R. Section 240.10b3 - 1

ا2- انظر على سبيل الثال:

Steven E. Bochner and Leslie A. Hakala, «Implementing Rule 1065-1 Stock Trading Plance», besights 15 (2001): 2.

22- للإطلاع على تحقيق يقدم الإثباث العلمي انظر:

Fried, affecturing the Profitability of Corporate Insider Tradings., 303 - 342.

- رية النصب فالثاني من الضايفيات تدكن أصحاب القاصب ية الشركات المسهمة العامة من استقمار معلوماتهم الداخلية لجنسي أرياح إضافهة تقدر بنمو 5 ملهارات 5 سنوياً عبر الانجار بأسهم الشركات التي يعملون فيها.
- Randall Smith and Danielle Seasa, «Ameritrade Says Jusiders' Sales Must Now Be Announced First», Wall Street Journal, March 17, 1999, C3.
- 24- Pried, Reducing the Problability of Corporate Insider Tradings, 345.
- I. Cerr Betrin, Jeffrey L. Coles, and Michael L. Lemmon, «Corporate Policies Restricting Treding by Insiders», Journal of Financial Economics 57 (2000): 192.
- Kumar Sivalonuar and Grogory Wayntire, «lastider Trading Following Material News Events: Evidence from Eurnings». Financial Management 23 (1994): 23 - 32.
 - الإيضاح العوامل التي تجمل توافذ الإنجار غير ضاءرة على منع للديرين كلهاً من الانجار بالملومات الداخلية انظر:

Fried, «Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading», 346.

72. نذكر على سبيل المثال أن واحداً من مديري شركة مايكرو ويرهاوس. التي لا تسمح الديريها بالاتجاز بأسهمها إلا أشاء مدة معمودة تبعت على نسعة أيام بتبدأ بعد مرور خبسة أيام على موصد إعدلان الأرباح الفصلية . قد عمد إلى يهم ما قيمته 24 مليون 5 من الأسهم بها أخر نيسان/أبريل - أول أيار/مايو أي قبل شهر من الإعلان عن العائدات التواضعة غير السارة للربح الثاني من العام. والذي دهم يسمر الأسهم إلى الهيوط بمدل تجاوز 60 باشاء الشؤرة . Bridget O'Briss. «Imider Scring of a Stock Headed South May Mean Othern Shoold Abo Baid Ober. Wall Stock Journal, July 17, 1994, C14.

- 24- Andrew Hill, «Inside Track», Financial Times (London), August 2, 2002, 10.
- Hermy Sender and Robocca Blamenstein, "Questing the Books: Global Crusting Creditors Review Sales, Straps," Wall Sweet Journal, February 25, 2002, Ap.
- 30- Mart Circcia, "You Bought. They Sold", Fortune, September 2, 2002, 64 65.

- William S, Lerach, «Plondering Assorius: How Assoricas Investors Got Taken for Trillians by Corporate Insidence, Stanford Journal of Law, Business and Finance 8 (2002): 103.
- Jemifer N. Corpenter and Burbars Remmen, «Executive Stock Option Exercises and Intible Information», Journal of Business 74 (2001): 513 - 534.

35ء انظر₁

Birr Ke, Seven Heddun, and Kintyr Potonii, "What Insiders Know about Pource Exercises and How They Use R: Evidence from Insider Tenders, Journal of Accounting and Economics 35 (2009); 315 - 346.

44 انظر:

Mesood Baneich, Eric Fram, and Mark E. Vargan. «The Relation between Incombine to Avoid Debt - Coverage Default and Insider Tradings, working power, Indiana University, 2001.

- David Londansk, edi's Called a 'Lone,' But h's For Sweeners, New York Timer, February
 2002, ecc. 3, 11; and David Londansk, «Exerctives Bryond Enton Took Mandle to Record Sales», New York Times, February 11, 2002, C3.
- Shijen Cheng, Venky Neger, and Madler V. Rujen, «Do Delayed Insider Discionarus Coavey Safornanion about Pater: Euroings?» working paper, University of Michigan Business School. 2002.
- Alex Bercanes, 42 Tyoo Officials Sold Stock by Returning II to Companys New York Times, January SO, 2002, Cl.
- 38- Serbeace-Oxicy Act. sec. 403(a).
- 34- SEC Retime No. 338238- (May 7, 2003).

400- المَّادة 1066(ع) من طالبين سأورست أوكستي يعنع الوطفين وأعضاء مجلس الإدار دمن الاتبيار بأسهم الشركة ليضاً أشاء معد معاه الاستدوق الانقاعدي النهالا يسمح طبها لوطفي الشركة بالقبل أوسدتهم بلة الاستدوق الانقاس بين الانهارات الاستثمارية المطلقة (الني نتمل صادة فيها تشبكه أسهم الشركة). غير أن مدد مهاد الصندوق التعاصدي لا تتأثر مطلقاً ينوفر الملومات الداخلية التي تتبح للدديرين وبعض الوطفتين الأخرين عقد صنفات الاتبهار المجزية. بن إن قلد الدد صادة ما يتم فرضها من قبل الشرف على برنامج التقامد كلما طرأت تغيرات جديدة على خيارات الاستثمار. أو تتزامن مع إحادة تلاويم خزيفة الصندوق. أو يتم إطرارها من قبل القيم على برنامج التنامد (أو غيره القائمين على خدمة المعتدوق). لذلك فإن من غير القهوم على الإطلاق أن يعتمد البحض بأن حضر الاتبار بأسهم الشركة أفساء مدة عساء الصندوق التقاهدي سوف يقلص بوضوح من شدرة الديرين على إبرام صففات الاتبار المجزية استثاداً إلى ما يضون على عبد من معلومات داخلية.

41- للاطلاع على نموذج منهجي لتلك الحوافز الشاذة انظر:

Bar-Gill and Bebokuk, "The Costs of Permitting Managers to Sell Shares».

42- Daniel Bergstreser and Thomas Philippon. «CEO Incentives and Earnings Management: Evidence from the 1990e», working paper, Harrard Business School and Managehausets Institute of Technology, 2003; Manad D. Beneisk, «Incentives and Puralties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP», Accounting Review 74 (1999): 423 - 437; and Bin Ke, «The Influence of Equity-Based Companying on CEOs' Incentives to Report Strings of Consecutive Earnings Increments, working paper, Prancylvania State University, 2003.

43- Beneick, «Incentives and Prosition», 425 - 457.

كشفت دواسة أخرى من أن كيار الديرين. بلأ الشركات التي شهدت اضعار ايات معاسبية جماعها لاحقاً مدهاً لإجراءات تثنيذية من جانب عيثة الأوراق والأسوال المالية. قد استخدموا خياراتههم أشعاء اللدة التي سيقت ذلك يمعمل أعلى يونسوح منه لدى نظر الهيم بلة الشركات الأمل، من انقل.

Simi Kedia and Nataska Burna, «Do Executive Stock Options Generals Inomitives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatement», working paper, Harvard Business School, 2003.

44- Scott L. Semmers and John T. Sweeney, «Fraedelently Missessed Financial Statemens and Insider Trading: An Emperical Analysis», Accounting Review 73 (1998): 131 - 144.

- Shaur A. Johnson, Harley E. Ryan, and Yisson S. Tim, «Executive Compensation and Corporate Freedo, working paper, Louislane State University and York University, 2003.
- 46. Mette Erickam, Michelle Kanlon, and Edward Maydow, el-low Much Will Firms Pay for Earnings Tant Do Not Exist! Evidence of Tanes Paid on Allagedly Freedulent Earnings». Accounting Review.
- 47- See Section 384 of the Surbanes-Oxley Act of 2002.

واخطوير تعويضات الديرين

عبارة مقتبسة عن رئيس هيئة الأيراق والأسواق المالية، ويليام دونادسون. مأخوذة من:

SEC Chairman William Danaldson, quoted in Lori Calebro, «Above Board», CFO Manazine (October 2003).

http://www.cfu.com/article/1,5309,100017%C07%CM%7C7067%C,00.html (accessed June 23, 2004).

- Josep M. Fried, «Reducing the Profeshility of Corporate Insider Trading through Protesting Disclanates, Southern California Law Review 71 (1993); 303 – 392.
- 2- Rest, S-K, Sean 402 (17 CFR 229 462).

3- أنظر: NYSE Corp. Gov. Roles Sec. 103A.05.

4- انظر على سبيل الذال:

TIAA-CREF, "Policy Statement on Corporate Government, http://www.tim-cref.org/ pubs/html/governmenc_projecy (secreted March 14, 2004).

 NASD Rule 4350; NYSE Listed Company Manual Rule 383A; SEC Release No. 34 - 45105 (June 3, 2003).

أنظر على سبيل الثال:

Andrew Countymen, aderesten Get Eny on Equity Pay; SEC Mandates Stockholder Votes, Chicago Tribune, July 1, 2003, C1; and Amy Studies Butler, «S.E.C. Posses Rule Changos for Optiones, New York Titres, July 1, 2003, C3. Wachnell, Lignon, Rosen, and Ketz, «Stock Plan Design for the Upcoming Proxy Seasons, January 21, 2004.

4- انظر ميئة المستثمرين الوسمانيين:

Council of Institutional Investors, «Council Policies - Director and Management Compensation», http://www.cii.org/downscii/web.us/fidoc/policies_iv.cm (accessed June 23, 2004).

16- تطوير حوكمة الشركات

عبارة مقتبسة عن الستشار ويليام ألين مأخوذة من أطلس بلازيوس:

Chancellor William Allen, writing in Blasius v. Atlas, 564 A.2d 651, 659 (Del. Ch. 1985). : النظر: 1

Lucian A. Behebuk, «The Cuer for Shareholder Access to the Balloto, Business Lawyer 90 (2003): 43-66, reprinted in Lucian A. Bebchuk, ed., Shareholder Access to the Corporate Ballot (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004); and Lucian A. Bebchuk, The Case for Allocating More Power to Shareholdert, Harvard Law Review (forthcoming).

2- للاطبالاع على رؤيتين شاملتين حديثتي المهد من جانب أنصبار الحفاظ على موازين الفوي. القائمة حالياً بين الديرين والسهمين انظر:

Martin Lipton and Steves A. Rosemblarn, «Election Contents in the Company's Proxy: An Idan Whose Time Has Not Corne», Business Lamyer 59 (2003): 6794-, reprinted in Behelsulu, Shareholder Access to the Corporate Ballot: and John J. Castellarni and Assy L. Goodman, «The Case against the SEC Director Election Proposals, in Behelsulu, Shareholder Access to the Cornorate Ballot.

- Charles M. Elson, "The Dary of Care, Compensation, and Stock Ownerships, University of Circlesoni Law Review 63 (1994): 690 - 692.
- Unocal Corp. v. Mess Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 949 (Del. 1985); quoting Aronnon v. Lewis, 473 A. 2d 905, 811 (Del. 1984).
- 5- Beboluk, "The Case for Starrelabler Ascess to the Bulleto, Business Lewyer 59 (2003): 43 66.

أنه أشداء مندة سبح السنوات قلك دعي السهمين 215 صرة إلى صناديق الافتراح، أي بمعدل 50 مرة الاربيا لجة العام الواحد. غير أن غالبهة قلك الدعوات الانتفاقية لم تكن تتطوي على أي معاولة الاستهدال المجلس الإدارة بغريق جديد يدير الشركة على نحو مطاشف المؤهد مندمة مصالح حملة الأسهب، نحورج قلك الحالات لم يكن أيتهدل بالاربيالية أن وقت المؤلف المثل الإطلاق، ورئيسا بتضاية أشرى كمشروعات تعديل ميثال الشركة بوائينة إن ذلك. كذلك كان مقالمة العديل المثال المدونة المتعدل المجلس بقية إلياحة سيسال عروض الأسهاد المدونية وما رفاقها من محاولات الشهدال المجلس بقية إلياحة الشروء المدونية، وما رفاقها من محاولات الشهدال المجلس بقية إلياحة الشروء المدونية، أن يلا سهال المجاولات الرامية إلى طنح أو إلمادة ميكمة بعض الاعتدادات المائية المقالة المتدال المجلس بقية إلياحة الشروء المتدالية المقالة المدونة المتدالة المتدالية المقالة المدونة المدونة المتدالية المقالة المدونة المتدالية المقالة المدونة المتدالية المقالة المقالة المقالة المقالة المتدالية المقالة المدونة المتدالية المقالة المدونة المقالة المقالة المدونة المقالة المدونة المقالة المتدالية المقالة المدونة المقالة المدونة المقالة المدونة المقالة المدونة المقالة المدونة ا

7- Lotter from Houry A, McKienell, Ph.D., chairman and CEO, Pitzer Inc., and clustrated. The Business Roundpole, to Jourdan G. Katz. recretary. SEC (December 22, 2003), http:// www.nc.gov/min/propounds/71903/s71903 - 381,pof (occased March 16, 2004).

القساط الرئيسة التي تضمنتها الرسالة تم عرضهما لجاوزقة بحث لاحقة حملت اسم رئيس طاولة الأعمال المشاورة وواحد من مستشاريه القانونيين. انظر:

Cantellani and Grodinan, "The Care against the SEC Director Election Proposals.

- Lucius Bebehah, and Marcel Kahan, «A Francesork for Analyzing Legal Policy Invested Postsy Companie, California Law Review 79 (1990): 10211136-.
- Lotter From Lucian A. Balednak to Joundan G. Kata. socretary, SEC (December 22, 2003).
 http://www.acc.gov/toLos/Proposed/s 71903/labelcdnak 122203.htm (accessed: March 16, 2004).

#ا-انظی

Lucian Bobehuk and Alma Coken, wThe Costs of Entractand Bourday, Narvard Law School, working paper, 2003, http://www.law.harvard.odu/facusty/bebchuk/ (soccessed March 16, 2004).

١١٠ للاطلاع على مفاقشة منهجية لهذه السألة انظر:

Lucion Beheindt and Annaf Harndoni, «Optimal Definals for Conportee Lew Evolution», Northwestern Law Review 96 (2002): 489 - 520. 12- للأطبالاع على تعليل يوضع كيف أن سلطة مجالس الإدارة على قرارات شجيسًا الشركة ندفع بالسلطات الشيد إلا الولاية إلى إصدار قوانين درجع كفة الديرين انظر:

Lucian A. Betichek, «Federekiem and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Lane, Harvard Law Review 105 (1992): 1435 - 15 10; and Lucian A. Betichek and Alien Farrell, «Federalism and Takspover Law: The Race to Protect Managers from Takspovers», Columbia Law Review 99 (1999): 1166 - 1199.

للوطوف على دلائل تجريهها ثبن أن شراوات النسجيل واحداد النسجيل الشمول السلطات الولايات للعلية، والرافعية عموماً بها للمفاط على الشركات السجلة لميها، موافع مطيلية للبني تشريعات مضادة لمعاولات الاستيلاء تضمن توضر الحماية الكافية للمديرين، انظر:

Lucian A. Belichak and Alma-Coben, «Firms" Decision Where to Incorporates, Journal of Law and Economics 46 (2003): 363 - 425.

- 13- Lioun and Rosenblum, «Election Contexts in the Company's Proxys, 83 85.
- 14 Lipson and Rosenblum. «Election Comens in the Company's Proxy», \$2.
- 15- Ligton and Rosenblum, «Election Contents in the Company's Proxy», 77.
- 483 U.S. 224, 234 (1983), quoting Flutters v. Eherstadt, 814 F. 2d 1169, 1175 (7th Cir. 1987).
- 17- Lipton and Rosenblum, «Election Contests in the Company's Proxy», 17.
- Martia Lipson, «Tabeover Bids in the Target's Boardroom», Bacance Lewyer J3 (1979);
 101 134; and Jeremy C. Stein, «Takeover Thread and Managerial Myopia», Journal of Political Economy 16 (1983); 4180.
- 19- Paul A. Competa Joy E. Ishii, and Andrew Metrict, «Corporate Governance and Equity Prices». Quarterly Journal of Economics 118 (2003): 107 - 155; and Beleinst and Cohen. «The Coats of Entrenched Reservice.
- 20- Lipton and Rosenblum, «Election Contents in the Company's Proxy», 76.
- 21- Lipton and Rosenblum, «Election Consents in the Company's Proxy.» 94.

الراجع

- Aboody, David, and Ron Kasznit. 2000. "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures." Journal of Accounting and Economics 29: 73– 100.
- Abowd, John M., and David S. Kaplan. 1999. "Executive Compensation: Six Questions. That Need Answering." Journal of Economic Perspectives 13: 145-166.
- Acharys, Viral V., Kose John, and Rangarejan K. Sundaram. 2000. "On the Optimality of Resetting Executive Stock Options." Journal of Financial Economics 57: 65-101.
- Aggarwal, Rajesh K., and Andrew A. Samwick. 1999. "Executive Compensation. Sustegic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence." Journal of Finance 54: 1999-2043.
- Agrawal, Anup, and Charles R. Knocher. 1998. "Managerial Compensation and the Threat of Taksover." Journal of Financial Economics 47: 219–239.
- Agrawal, Anup, and Ralph A. Wallding. 1994. "Enecutive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids." Journal of Finance 49: 985-1014.
- Allen, Michael Patrick. 1961. "Power and Privilege in the Large Corporation: Corporation: Compensation." American Journal of Sociology 66: 1112–1123.
- Angel, James J., and Douglas M. McCabe. 2002. "Market-Adjusted Options for Executive Compensation." Global Business and Economics Review 4: 1-23.
- Baker, George P., Michael C. Jessen, and Kevin J. Murphy. 1998. "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory." Journal of Finance 63: 614.
- Balasm, Steven. 2002. An Introduction to Executive Compensation. San Diego, CA: Academic Press.
- Balsam, Steven, Huajing Chen, and Stinivasas Sankaragurusvamy. 2003. "Earnings Management Prior to Stock Option Grants." Working paper, Temple University. Department of Accountries.
- Bar-Gill, Oren, and Lucian A. Bebchak. 2003. "The Costs of Permitting Managers to Sell Shares." Working paper, Harvard Law School.
- Barris, Linda J. 1992. "The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay." Indiana Law Journal 68: 59-100.
- Belichale, Lucian A. 1989. "Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The

- Desirable Communions on Channer Amendments." Harvard Law Review 102: 1820-1860
- ——. 1992. "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law." Hervard Law Review 185: 1435-1510.
- - ———, Forthcoming, "The Case for Allocating More Power to Shareholders." Harsard Law Review.
- Bebehuk, Lucion A., John Cootes IV, and Guhan Subramanian. 2002. "The Powerful Australiance: Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy." Sampled Law Review 54: 487-451.
- Britchuk, Lucius A., and Alma Cahen. 2003. "The Coats of Eneroched Boards."
 Working paper, Harvard Law School.
- Belichelt, Lucian A., and Allen Ferrell. 1999. "Federalism and Talcover Law: The Race to Protect Managers from Talcovers." Columbia Law Review 92: 1108-1199.
- Bebchult, Lucian A., and Jene M. Fried. "Encodine Compensation as an Agenty Problem." Journal of Economic Perspectives 17 (2003): 71-92. Bebchult, Lucian A., Leure M. Fried. and David R. Walker. "Managerial Power and
- Herst Extraction in the Design of Executive Compensation." University of Chings Law Review 69 (2002): 751-846.
- Belichalt, Lucian A. and Yaniv Grinnein. 2004. "The Growth of Executive Pay." Working paper. Harvard Low School.
- Brickols, Earligh A., and Assel Handool. 2002. *Optimal Defeats for Corporate Law Evolution." *Hardwestern Law Review* No. 409-528.
- Rehchuls, Lucian A., and Christine Jolla. 1999. "Managerial Value Diversion and Sharehalder Wealth." Journal of Law, Evenewics, and Organization 15: 407–302. Behchuls, Lucian A., and Marcel Rahaz. 1999. "A Framework for Analysing Legal Policy towards Penacy Contexts." California Law Review 75: 1071–1135.
- Bebehalt, Lucian A., and Mark I. Roe. 1999, "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." Stanford Law Review Sc. 127-170.
- Benerik, Mested D. 1999. "Incentives and Penahies Related on Earnings Overstatements that Violen GARP." Accounting Review 78: 425–457.
- Beneish, Memod D., Eric Press, and Mark E. Vargus. 20th. "The Relation between Jacconives to stoold Debt-Covenant Default and fashfer Trading," Working paper, Indiana University.
- Bergurzaer, Daniel, and Thomas Philippon. 2012. "CBO Incentives and Eornings Management." Working paper, Harvard Business School and Managhueriti Innitiate of Ecclasolaer.
- Berle, Adolph A. Jr., and Gardiner C. Meurs. The Madrin Corporation and Private Property, New York: Macmillan, 1932.
- Bettrand, Mariame, and Scrathil Mulainathan. 1999. "Is There Discretion in Wage Setting? A Test Using Takeover Legislation." Rand Journal of Economics Mt 535– 554.

- ———. 2000. "Agents With and Without Principals." Assertes Economics Review 90: 203–208.
- 2001. "Are CEOs Rewarded for Luck! The Ones withour Principals Are."
 Quarterly Journal of Economics 114: 901–932.
- Bethel, lennifer E., and Stuter L. Gillan. 2003. "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Yoring." Financial Memagement 31: 39— 54.
- Berlis, J. Carr, John M. Biojah, and Michael L. Lemonon. 2001. "Managerial Ownerskip, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swips by Corporate Insidem." Journal of Financial and Quantitative Analysis 3o: 345– 371.
- Bettia, J. Carr., Jeffrey L. Coles, and Michael L. Leternon. 2000. "Corporate Policies. Restriction Trading by Insidens." Journal of Propertial Economics 57: 191–220.
- Bizjak, John M., Michael L. Lemznon, and Lalitha Naveen. 2008. "Has the Use of Peer Groups Contributed to Higher Levels of Executive Compensations!" Working pages. Portland State University, University of Utah. and Artzona State University.
- Black, Bernard S. 1989. "Bidder Overpayment in Takeovers." Stanford Law Review 41: 547-460.
- Manchard, Olivier jean, Florencie Lopen-de-Silanea, and Andrei Shieller. 1994. "What Do Heras Do with Cash Winddaller" jeannei of Financial Zeonomics 36: 337-380. Bochner. Steven E. and Laslie A. Halaka. 2001. "Implementing Rule 1905-1 Stock
- Triding Plana." Josephn (S. 2.
 Bocker, Worrer, 1992. "Power and Managerial Dismissi: Scapegosing at the Top."
- Administrator Science Quarterly 37: 400-419.
- Bogus, Carl T. 1993. "Exercitive Exercitive Compensation and the Faiture of Corporate Democracy." Buffels Law Artins 41: 1-43.
 Borokhovich, Kanneth A., Reily B. Burnaratis, and Robert Parrino. 1997. "CEO Con-
- tracting and Anti-Taksover Amendments.* Journal of Reamer 52: 1495–1517.

 The Committee of Provider of the Committee of the C
- 126. Brick, Ivan E., Oded Palmon, and John K. Wald. 2002, "CBO Compensation, Director Compensation, and Firm Performances Evidence of Cronylum." Working paper. Respect University Business School.
- Brudney, Victor. 1982. "The Independent Director—Heavenly City or Potentia VIIland." Natural Care Review 95: 597-659.
- Brudney, Victor, and Allen Ferrell. 2002. "Corporate Speech and Citizenship: Corporate Charitable Giving." University of Chings Law Review 49: 1191-1218.
- Berke, Stoory, Glenn Davis, Claris Leoyza, Cooor Murphy, and Sergio Schucheer. 2002. "The Structure and Compression of Boards of Directors at Sub Super 1500 Computats." In Board Structure/Board Pay 2002. Washington, DC: Investor Responsibility Research Center.
- Celebro, Lori. "Athore Board." 2003. CFO Magazine (October), http://www.cfo.com/ emicle/1.5309,10801(0]M[70e].00.html (occessed June 23, 2004).

- Calleghan, Sondra Renfes, P. Bene Saly, and Chandra Subramanism. 2008. "The Tierang of Option Repricing." Working paper. Texas Christian University, University of St. Thomas, and University of Texas At Arlington.
- Corporate, Jennifer N. 1998. "The Execute and Valuation of Executive Stock Options." Journal of Financial Economics 48: 127-158.
- Carpenser, Jennifer N., and Barbara Remmers. 2001 "Executive Stock Option Exercises and Inside Information." Journal of Buriners 74: 515–534.
- Carter, Mary Ellen, and Luant J. Lynds. 3001, "An Examination of Executive Stock.

 Option Re-pricing," formal of Financial Economics 61: 207–225.
- Castellani, John J., und Amy S. Gaedenan. 2001. "The Case against the SEC Director Election Proposal." In Shareholder Access as the Corporate Ballier, edited by Lucian A. Rebchak. Castleridge, MA: Harvard University Fress.
- A. Retonal. Carstenings, Mr. Harvard University tress. Clance, Don M., Raman Kursar, and Reforce B. Tolid. 2000. "The 'Re-pricing' of Executive Seech Oscions." *Journal of Financial Economies* 57: 129–154.
- Chanrin, Kellik, and Cathy Shrooy, 2001. "Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Genets." Journal of Conjunite Finance: Contracting, Constraint, and Organization 7: 33-76.
- Cheffins, Brian R., and Randall S. Thomas. 2001. "Should Shardcolders Have a Greater Say over Executive Pay? Learning from the U.S. Experience." Journal of Computation Law Studies 1: 227–315.
- Cheng, Shijua, Vesky Nagar, and Madhar Y. Rajan, 2002. "Do Delayed Insider Disdosures Control Information about Funer Earnings!" Working paper, University of Michigan Business School.
 - Forthcoming, "Identifying Control Mutives in Managerial Ownership: Evidence Gram Assinateover Regulation." Review of Financial Studies.
- Cheung, Joe. 2002. "Valuation of 'Ramebuck' Executive Stock Options: A Simulation Appenant." Working paper, University of Auckland. New Zeuland.
- Choe, Chongress. 2003. "Leverage, Volatility, and Executive Stock Options." Journal of Corporate Finance 7: 591–609.
- Clark, Kon. 2003. "Corporate Scandale: Is it a Problem of Bad Applica, or its it the Burrel." Prepared contributor the Medicaal Press Clab, Polymary 26, 2003, Marvard Burleas School.
- Oarls, Robert C. 1986, Corporate flow. Bosson: Little, Brown and Company.
- Clark, Bardes. Geoughing. au.l. "Executive Branfise: A Survey of Current Ternile: 2001. Respits." http://reviv.clarkonnehing.com/tanwinigprenter/articles/ternifis/ 2002/09/5.pdf (aconsed June 2), 2004).
- Clark Countring 2003. "Executive Benefitz: A Survey of Current Trends: 2003 Results."
- Clanson, Hart. A., and Thomas C. Klein. 1997. "Indexed Stack Options: A Proposal for Compensation Communication with Performance." Sampled Journal of Law, Business and Finance 7: 31–36.

- Conyon, Mertin J., and Kevin J. Murphy. 2000. "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K." Economic Journal 110: F440-F471.
- Conyon, Marrin I., and Simon I. Peck. 20th. Compensation Consultants and Eurocitie Psy. Working paper, The Whatson School, University of Pennsylvania, and Westherbead School of Managemens, Case Western Reserve University.
- Core, John E., Wayne Guay, and David F. Larcher. 2003. "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey." Economic Policy Review 9: 17-56.
- Core, John E., Robert W. Holdmusen, and David F. Larcker. 1999. "Corporate Governance. Chief Executive Officer Compressation, and Firm Performance." Journal of Financial Economics 51: 291–496.
- Core, John E., and David F. Larcker. 2002. "Performance Communication of Mandatury Increases in Executive Stack Ownership." Journal of Financial Economics 84: 517– 340.
- Cornerus Library, The. 2001. "The Use of Corneany Aircraft," Special report.
- Crystal, Graci S. 1991. In Search of Excess: The Overcompensation of American Excprises, New York: W. W. Norton.
- Cyen, Richard M., Sok-Hyon Kang, and Pravem Kumar. 2002. "Corporate Governance. Taleovers. and Toylongement Compensation: Theory and Evidence." Management Science 49: 453–469.
- David, Partishan, Bahul Kachar, and Edward Levites. 1998. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation." Anadomy of Monalgement Journal 41: 200-200.
 DeChew, Patricis M., Army P. Mutton, and Richard G. Stonn. 1996. "Economic Com-
- sequences of Accounting for Stock-Based Compensation." Journal of Accounting Research 34: 1-20.

 Defusion, Richard A., Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn. 1990. "The Effect of
- Deriscon, Renard R., Indoors R. Johnson, and Thomas S. Zorn. 1991. The Effect of Executive Stock Option Plans on Sackholders and Bondholders." Human of Finance 65: 617-627.
- ———. 1991. "The Americation between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making," Financial Management 20: 36–43.
- Dyck, Aléxander, and Luigi Zingsles. 2002. "The Corporate Governance Role of the Media." Working paper, Harvard Business School and the University of Chicago.
- 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison." Journal
 of Finance 59: 537-668.
- Dyr. Ronald A. 1992. "Relative Performance Evaluation and Project Selection." Journal of Accounting Research 39: 27-52.
- Eusterbrook, Fronk H. 1984. "Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence." Delawate Journal of Corporate Law 9: 540-571.
- Einenberg, Mehrin A. 1989. "The Structure of Corporation Law." Columbia Law Review 89: 1461-1489.
- ——, 1994a. "The Compensation of Chief Executive Officers and Directors of Publicly Held Corporations." 7th Annual Corporate Government Institute (SE 39 ALIABA), 103—19.

- ——. 1999b. "Corporate Law and Social Norms." Columbia Law Review 99: 1253—1292.
- Elson, Charles M. 1993, "Execusive Over-Compensation—A Board-Based Solution." Boston College Law Review 34: 937–996.
- Bricheon, Merte, Michelle Hanton, und Edward Maydew. Forthcoming. "How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist Evidence of Taxas Paid on Allegally Frandulent Enrising." Acrossoting Review.
- Espablock, Humma, Fouran Espablock, 2abihollah Resser, and Haman Tehranian. 2002. "Stock Price Reaction and Value Reference of Recognition versus Disclosure: The Case of Stock Based Competantion." Journal of Accounting and Economics 33: 444-475.
- Pana. Eugene P. 1960. "Agency Problems and the Theory of the Pirm." Journal of Political Scoreowy 65: 288–307.
- Fame, Bugene F., and Michael C. Jenera. 1983. "Separation of Ownership and Council Secural of Law and Separation 24: 301-325.
 Fee. C. Bérend, and Charles J. Haddoot. 2003. "Raids. Reverts, and Reputations in
- Per, C. Brivard, and Charles J. Madlock. 2003. "Raids, Reverts, and Reputations in the Market for CEO Talent." Review of Pinancial Studies 16: 1325–1357.
- Pick, Disser M., and Lawrence J. White. Porthorning. "Why Do CEOs Reciprocally 3H on Each Other's Beards" Journal of Computer Planning. Publisheds. Sydney. 1992. "Flower in Top Management Teams: Dimensions. Mes-
- surrenants, Sychopy, 1992. Profess in the Profession of National States of S
- Findlel, Daniel R. 1982. "The Corporate Governance Movement." Vanderbile Low Review 35: 1359–1292.
- ——, 1902. "The Race to the Bottom Revisited: Reflection on Recent Development in Delawary's Corporation Lave." Northwestern University Law Raview 76: 913–945. Pried, Jame M. 1994. "Reducing the Profitability of Corporate Tunider Trading through Pretrading Disdosure." Southern California Law Review 71: 303–392.
- 2000. "Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offices." University of Chicago Law Review 67: 421-477.

- Gervey, Genild T., and Gordon Hanks. 1999. "Capital Structure and Corporate Courts The Effect of Anticakaover Statutus on Firm Leverage." Journal of Finance 54: 519-546.
- Garrey, Gerald T., and Todd Milhoura. 2003. "Intentive Compensation When 2s-scalers Can Hedge the Number: Bridence of Rubsiave Performance Evaluation in the Cross Section." Journal of Finance 50: 1857-1361.

- Georgeson Staceholder. 2003. "Austral Corporate Governance Review." http://www.georgesonshaceholder.com/pdf/2003%20s.vrnpup.pdf (accumed June 23, 2004).
- - 2001b. "Option-Band Corepression: Passess or Pandors's Boz!" Journal of Applied Corporate Pleases 14: 115–125.
- Gompers, Faul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick. 2003. "Corporate Governance and Equity Prices." Quarterly journal of Economics 118: 107-155.
- Goyal, Vidhan K., and Chai W. Park. 2002. "Board Leadenhip Structure and CEO. Turnover." Journal of Corporate Planner B: 49–65.
- Green, Joshua, 2003, "Savage Business," American Promes 13: 14-15.
- Oriesteia, Yen'v, and Paul Helber. Forthcoming, "CEO Compression and Incontives—Bridency from Miles Banques," Journal of Financial Sconomics.
- Grove, Ronald L. 1992. Executive Companison, CCH Tax Transactions Library.
- Habib, Michel A., and Airmender P. Ljungqvist. Forthcoming. "Pirm Value and Mansurvial Inscribes: A Stochastic Proptier Approach." Journal of Serinces.
- Hall, Belan J. 1999. "A Better Way to Pay CEOH" In Emercine Compression and Shareholder Value: Theory and Evidence, edited by Jeruiller Carpetter and David Yerrack. Boston: Where Academic Publishers.
- Hall, Brian J., and Thomas Knoz. 2002. May, "Managing Option Pregility," Working paper so. 32–19. Harvard Besiness School, Negodistions, Organizations and Max-
- hets Unit. Hall, Brian J., and Jeffrey B. Liebessas. 1998. "Are CEO's Really hald like Buresucrass?" Outsterly Journal of Economics 113: 453-491.
- 2000. "The Transition of Exercisive Compensation." In Tax Policy and the Economy, edited by James Poserba, Vol. 14. Cambridge, MA: MIT Press.
- Hall, Brian J., and Kevin J. Murphy. 2000. "Optimal Energies Prices for Executive Stock Options." American Ensummic Assertation Proceedings 90: 209-214. — 2002. "Stock Options for Understitled Ensumber." Journal of Accounting.
- and Economics 33: 3—42.
- ———. 2003. "The Trouble with Stock Options." Journal of Economic Perspectives 17: 49–70.
- Hallock, Kevin. 1997. "Raciprocally leterlocking Boards of Directors and Eurostive Companisation." Journal of Financial and Quantitative Analysis 32: 331–344.
- 1999. "Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships." In Eurocitic Compressions and Shershidder Videa. edited by J. Curposate and D. Yermack. Boson: (Korver Academic Publishers.)
- Hambrick, Donald C., and Sydney Pichelmein. 1995. "The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raism." Strangic Management featural 16: 175–193.
- Hartsell, Jay C., Si Ofek, and David Yermack. 2004. "What's in it for Mel CECs Whose Pirms Are Acquired." Review of Financial Studies 17: 37-41.
- Hartzell, Jay C., and Laura T. Starks. 2003. "Institutional Investors and Essentive Comparation." Journal of Pleaser 54: 2351–2374.

- Heard, Janus E. 1995. "Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor." University of Continued Law Review 63: 749-767.
- Hemmer, Thomas, Stree Metsucaga, and Terry Sheviin. 1996. "Optimal Exercise and the Cost of Granting Employee Stock Options with a Releast Prevision." Journal of Accounting Research 36: 231–235.
- Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weinbuch. 1999. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Mentoring of the CEO." Assertions Ensurant Law Enrice '09 (March)." SP-118.
- Historiberg, Charles P., and R. Gleon Hubbard. 1808. "Incontive Pay and the Market for CEOs: An Analysis of Pay-for-Performance Sanditvity." Working paper, Coturbia University and the National Surmsu of Economic Russach.
- Highleifer, Jack. 1978. "Competition, Cooperation, and Conflict in Economics and Molocy." American Economic Review 68: 238-243.
- Hodge, Paul. 2002. "Golden Helica." The Corporate Library.

- 2003, "What Really Happeard to GEO Pay in 2002," The Corporate Library. Holdeness, Clifford, Randall Kroszner, and Dennis Sheshan, 1999, "Were the
- Good OM Days That Good! Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governmen: since the Great Depression." Journal of Finance 54: 435– 469.
- Holmstrem, Bengt. 1979. "Moral Heard and Observability." Add Journal of Economics 10: 74–91.
- -----. 1962. "Moral Hossed in Tours." Ball Journal of Economic 13: 324-349.
- Huddert, Seven, 1994. "Employee Stock Options." Journal of Accounting and Employee 10: 207-231.
- Jankinstan, Surys N., Richard A. Lumbert, and David F. Larcker. 1992. "An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis." *Journal of Accounting Research* 30: 53–69.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Pror Cash Ploys, Corporate Finance, and Talastron." American Economic Review 76: 323-329.
- Resem, Michael C., and Kevin J. Murphy. 1990. "CEO Increatives It's Not How Much You Pay. but How." Hornard Sessions Review 68: 138-153.
- ——. 1990. "Performance, Pay and Top-Management Incentives." Journal of Pubrical Sconomy 98: 225–264.
- Jensen, Michael C., and Williers Mockling. 1976. "Theory of the Krm: Managorial Behavior. Agency Costs, and Ownership Structure." Journal of Financial Economics 3: 305-366.
- Jin, Li. 2002. "CEO Compensation, Diversification, and Incentives." Journal of Financial Economics 46: 19-43.

- No. 84, and Lim Meubrock. 2001. "Do Underwoor Executive Stock Options Self-Aligo Incontinut The Effect of Stock Price Movements on Managerial Incontinu-Alimaters." Working nonce, Harverd Business School.
- Johnson, Shake A., Harley E. Ryan, and Yinning S. Tian. 2003. "Enstutive Compennation and Corporate Freud." Working paper, Louisianus State University and York University.
- Johanne, Shane, and Ylanny S. Tian. 2000. "Indexed Executive Stock Options." Journal of Pinancial Economics 57: 33-44.
- Kahan, Marzel, and Bd Ruck. 2002. "How I Learned to Stop Worrying and Lave the Pilk Adaptive Responses to Taksover Law." University of Chicago Law Review 49: 373-493.
- Kalde, Kathleus M., and Kaldeep Sheart. Forthcoming. "Executive Louis." Journal of Financial and Commission Analysis.
- Ke, Bin. 2005. "The Indicence of Equity-Based Compensation on CEOs' Incretifies to Report Strings of Consecutive Enemings Increases." Working paper. Pennsylvable State University.
- Ke, Sin. Seven Huddert, and Kathy Petroni. 2000. "What lusidess Know shout Patter Euroings and How They Use It: Britance from Insider Trudes." Journal of Acamenting and Europeies 31: 315–346.
- Kedia, Simi, and Natasha Burra. 2003. "Do Executive Stock Opinion Generate Incomtives for Eurology Management Evidence from Accounting Restaurancests." Working puper, Harvard Bealance School.
- Khurana, Rahub. 2002. Searching for a Corporate Sevier: The Irrational Quant for Characteristic CBOs. Princeson, NJ: Princeson. University Press.
- Kole, Stacey R. 1997. "The Complexity of Compensation Contracts." Journal of Financial Economics 43: 79–104.
- Lanthert, Richard A., Oavid F. Lanker, and Robert E. Verrecchia. 1991. "Portfolio Considerations in Vibriang Executive Compensation." Journal of Accounting Research 29: 129–149.
- Lambert, Richard A., David P. Lander, and Keith Weigelt. 1993. "The Structure of Openhantenal Incombres." Administrator Science Quarterly Mr. 828–851. La Pores, Radio, Florendo Loges-de-Silves, and Ambert Shielder. 1999. "Corporate
- Ownership around the World." Journal of Finance Sc. 471–517. Lexach, Willats S. 2002. "Plandering America: How American Inventors Got Taken
- for Tellions by Corporate Insiders," Stanford Journal of Less, Business and Finance 8: 69-136.
- Levissohn, Ales. 2004. "A Garden of Stock Options Helps Harvest Talent." Sweeple Finance 82: 61–82.
- Levrooe, Soil. 3801. "Pacifing Stock Options and Compromotion Norms." University of Pennsylvanic Low Review 149: 1901–1940.
- Lipson, Martin. 1979. "Takerver Bids in the Target's Boardroom." Sustain Langue. St. 101-134.

- Lipton, Marrin, and Serves A. Rosemblara. 2003. "Election Contents in the Computy's Proses: An Idea Whose Time Has Not Come." Surjects Lawyer 59: 67-94.
- Lorsemanin, Mark J. 1996. "Reflections on Executive Compensation and a Modest Proposal for (Forther) Reform." Southern Methodist University Law Review Str. 304-123.
- Lorech, Jay W. 1998. "Compensating Corporate CBOs: A Procum Virte." Harvard Business School working paper #99-013.
- Longh, Jay W., and Elizabeth M. Maciver. 1989. Proves or Potentiated The Reality of Associaty Corporate Bannia: Bannos: Harvard Business School Press.
- Lorech, Jep W., and Krishna G. Palepu. 2003. "Limits to Board Effectiveness." Working paper, Harvard Business School.
- Lysen, Denis S. K. 1999, "CEO Countries: A Settlefront Report." Directors & Stanfol (summer): 43-43.
 Main, Brinn G. M., Charles A. O'Reilly ID, and Jenne Wide. 1995. "The CEO, the
- Board of Directors, and Executive Compensators: Sconomic and Psychological Perspectives. Industrial and Corporate Change (1: 292-332.
- Manne, Henry G. 1965. "Margers and the Market for Corporate Control." Journal of Publical Resource 79: 130-120.
- Martin, Kenneth J., and Randall S. Thomas. Forthcosting, "When is Basugh, Enough? Martin Runction to Highly District Stock Options Plans and the Subsequent Impact on CDO Compensation." Journal of Corporate Finance.
- McConnell, John J., and Heart Serves. 1990. "Additional Bridener on Equity Owntrains and Computer Value." Journal of Pleancial Sensonics 27: 595-612.
- McNell, Chris, Greg Nichaus, and Bric Powers. 2003. "Management Tumorus in Substitutes of Gaugionerson sersus Stand-Alane Pierus." Working paper, School of Business, Penn Stme Erie, and Moore School of Business. University of Swell. Carolina.
- Medforck, Lint K. 2001. "Encentive Compensation Using Relative-Performance-Based Options: Evaluating the Structure and Costs of Indexed Options." Working paper, Harward Business School.
- Militain, Ire M. 1995. "The Professional Board." Statum Lawyer Str. 1427-1443.
 Militain, Ire M., and Paul W. Mactooy. 1996. "The Active Board of Directors and
- Performance of the Large Publicly Traded Corporation.* Columbia Law Review 90: 1283-3321.
- Mirrhess, James A. 1976. "The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization," Bell fournal of Economics 7: 105-131.
- Moeller, Sam B., Fredrill P. Schlingsmann, and Rane H. Stulk. 2003. "Do Shareholders of Acquising Firms Gain from Acquisitions." Working paper, Southern Methodists University. University of Pittsburch, and Obio Suser University.
- Monks, Rabert A. G. 1999. The Emperor's Highengole Removing the Integrity of the Conjunction in the Age of Shawholder Activism. Sussess: Addison-Wastey Publishins.

- Monks, Robert A. G., and Neil Minow. 1995. Corporate Governance. 2nd ed. Carabridge, MA: Mackwell Publishing.
 - 2001, Contorety Government, 3rd od. Oxford: Blackwell Publishing.
- Montgomery, Cynthia A., and Rhonda Kaufman. 2003. "The Board's Mining Link."
 Harvard Sesimen Review 01: 56-73.
- Morck, Randell, Andrei Stleifer, and Robert Viebry. 1988. "Management Ownership and Market Valuation." Journal of Financial Economics 20: 293–215.
- Marphy, Kevin J. 1995. "Policies, Economics, and Executive Compensation." University of Circinneti Law Review 63: 713-746.
- ——. 1999. "Enecutive Compensation." In Handbook of Labor Economics, edited by Orley Asbendicter and David Card. Vol. 3, bt. 2. New York: Energier.
- 2002, "Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options." University of Chingo Law Review 69: 347– 869.
- Murphy, Kevin L. and Paul Oyer. 2003. "Discretion in Executive Incentive Contracts." Working paper, University of Southern California Marshall School of Business and Sauford University Graduate School of Business.
- Nevman, Harry A., and Hairs A. Monsa. 1999. "Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?" Passecial Management 28: 41–53.
- Nabel, Tom, and Stever Todd. 2004. "Stock Options and Managerial Incentives to Invest." Journal of Derivatives Accounting 1: 29—44.
- Ofck, Eli, and Devid Yernack. 1997. "Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Manuscrial Ownership." Journal of Finance 55: 1367-1384.
- O'Reilly III. Charles A., Brien G. Main, and Graef S. Crystal. 1988. "CBO Compensation to Tournament and Social Compensors: A Tide of Two Theories." Adminterative Science Descript 33: 157-274.
- Ons, Eric W. 1998. "Shirting and Sharting: A Legal Theory of the Firm." Yele Lowand Policy Review (de 265-329.
- Cyer, Paul. Forthcoming, "Why Do Pirms Use Incentives That Have No Incentive Effects!" Journal of Finance.
- Parrino, Robert. 1997. "CBO Turnover and Outside Succession: A Cross-Sectional Analysis." Journal of Financial Economics 66: 165–197.
- Parthiban, David, Rahul Kocher, and Edward Levitas. 1996. "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mile of CEO Compensation." Analossy of Menagenesis Search 14: 2097-208.
- Pearl Meyer & Partners. 2001. "Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations: 2001."
- 2002. "Executive Pay Trends: Looking Forward and Looking Back." USA Today, November 31, 91.
- ———, 2003. "2003 Director Compression." http://www.caccpey.com/flcsDir.htm (accomed lear 23, 2004).

- Perry, Tod, and Marc Zeuner. 2000. "CBO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignment or Shareholder Engrapsission?" With Forest Law Review 35, 123-151.
- Polinck, Timothy G., Harald M. Fischer. and James B. Wele. 2007. "The Rale of Power and Politics in Reprinting Executive Options." Academy of Management Journal 45: 1172–1182.
- Ponc, Joseph F., James B. Wede, and Tiesesby G. Pollock, 1999. "Industry Companies and the Politics of the Companies First to CEO Compensation." Administrative Outstarty 6t: 112-144.
- Quinn, Linda C. 1995. "Executive Compensation under the New SEC Disclosure Requirements." In Seventh Annual Corporate Lur Symposium: Executive Comsequentes, University of Cincionnal Lur Review 62: 349-815.
- Rapia, Ragherian G., and Luigi Zingnim. 1998. "Fower in a Theory of the Firm." Quarterly founced of Economics 113: 187-432.
- 2001. "The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Thunry of the Origin and Growth of Firms." Quarterly Institute of Economics 116: 803-851.
- Randell, Clarence B. The Essentive in Thrustites. New York: McGrew-Hill, 1967.
- Rappaport, Alfred. 1999. "New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance." Herman Business Review 77: 91-101.
 Rachille. Thomas A. 2001. "New Guidelmor in Accounting for Socie-Based Compen-
- action: FASBIN No. 44." National Public Accountant 46: 28-30.

 Reston, Kathy B. 1999. Executive Pay, 1994: Oxief Restative Officer Compensation at
- Sci-P Super 1,500 Companies as Reported in 1998, Vol. 2, Washington DC: Inventor Responsibility Research Center.

 Ryse, Higsley R. Ju., and Ray A. Wiggins III. Porthocoting. "Who is in Whose Poches!
- Discore Compensation, Bargaicing Power and Barriers to Effective Monitoring."

 Journal of Financial Economics.
- Saly, P. Jane. 1994. "Repricing Executive Stock Options in a Down Market." Journal of Accounting and Economics 16: 325–356.
- Saly, P. Jane, Revi Jaguanathan, and Steven J. Hudder. 1999. "Volume the Reland Regues of Emerative Stock Options." Accounting Harlanas 12: 219-240.
- Schizer, Durid M. 2000. "Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Security: Compatibility." Columbia Low Review 10th 440-504.
- ——, 2002. "Reducing the Tax Coats of Indexed Options." Tax Notes 96: 1375— 1342.
- Scholan, Myron S., Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Edward L. Maydow, and Terry Shevine. 2002. Tours and Business Strange: A Planning Approach, 2nd od. Upper Saddle River, NI: Pression Hall.
- Schreib, Stevart I., and Rundall S. Thomas. 2004. "What Do OEOs Bergain Forf Au Empirical Study of Kry Lega Composents of CEO Contracts." Working paper, Cornell Luw School and Vanderbill faw School.
- Saytum, H. Nejat. 1998. Investment Intelligence from Insider Dudling. Cambridge. MA: MIT Press.

- Shavel, Server. 1979. "Risk Sharing and Incontines in the Principal and Agent Relarioschio." Bell Journal of Economics 19: 55–73.
- Shirdamal, Anil, and Ozold Yossack. 1999. "CBO Involvement in the Selection of New Board Metablers: An Emphicol Analysis." Journal of Finance Sci. 1827—1833. Seldelin: Andrels and Robert W. Valent: 1986. "Laure Sharzholden and Conventor and Conventor
- metes." Journal of Pinancial Economics 25: 123-140. Sevaluanae, Kumar, and Grugory Wayssier. 1994. "Insider Trading Pollowing Motorial
- Sivahazmar, Kumar, und Gregory Waymare. 1994. "Insider Traditing Pollowing Meterful News Evenes: Evidence from Earnings." Pinencial Management 35: 13–32.
- Smith, Adem. 1776. An Inquiry into the Nature and Count of the Wealth of Matiens. Reprint, New York: Modern Liberry, 1937. Sorpins, Franklis. 2083. "Moor Fiours of the Consponention Pastle." Delinear Journal
- of Corporate Law 2t: 129-143.

 Sada, Jerestry C. 1988. "Takeover Theorem and Managerial Mynapia." Journal of Political
- Estratory 96: 61-80.

 Stoot, Lyan, 1988, "The Unimpersance of Being Efficient," Michigan Law Review 87:
- 613-709. Streem, Gary. 2002. "Companies Peny Up to Keep Directors: Bounds Seets Hove
- Bocome Has Sook." (ISA Today, November 21, B4. Subramasina, Nonymusa, Astrya Chalenborty, and Shabbut Sheibh. 2015. "Performance focusions, Performance Pressure. and Executive Turnover." Working paper, Renadab University.
- Surguers, Scott L., and John T. Sonemey. 1998. "Prandulently Ministated Pinancial Statements and Insider Trading: An Empirical Analysis." According Review 73: 131-146.
- Symposium on Norma and Corporate Law. 2001. University of Pennsylvania Law Review 149: 1807–2191.
- Thomas, Randall S., and Kenneth J. Martin. 1996. "Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals!" Westington Law Review 73: 41-80.
- ——, 1999. "The Effect of Sharehalder Proposals on Exerctive Compression." University of Cinginated Law Review 67: 1021–1065.
- 2000. "The Determinants of Shareholder Verlag on Stock Option Place." Water Forces Law Review 35: 31–82.
- 2001. "Linipaing Challenges to Executive Pays An Exercise in Publicy?" Weshington University Law Quarterly 79: 993–613.
- Tim., Vising S. 2001. "Optimal Contracting, Incentive Effects and the Valention of Executive Stock Octions." Working paper, York University.
- Their, Jan. 1988. The Theory of Industrial Organization.* Cambridge, MA: MIT Press.
- Posi, Henry L., and Leis R. Gomer-Mejle. 1989. "The Decompling of CEO Pay and Performance An Agency Theory Perspective." Administrative Science Quarterly 34: 169-189.
- Wide, James, Charles A. O'Rellty IIII, and Ike Chandestat. 1990. "Golden Persolvetes:

- CBCs and the Exercise of Social Influence." Administrative Science Quarterly 35: 587-463.
- Wide, James, Charles A. O'Reilly III. and Tint Pollock. 2004. "Overpaid CEOs and Underpaid Managers Equity and Executive Compression." Working paper, Vinvenity of Wisconsin-Medison, Stanford University, and University of Maryland.
- Wade, James B., Joseph F. Porse, and Timothy G. Pollock. 1997. "Worth, Words, and the Justification of Executive Pry." Journal of Organizational Behavior 18: 641– 668.
- Weighach, Michael S. 1998. "Outside Directors and CSO Termover." Journal of Fimancial Scorumics 20: 431-460.
- Weston, Fred J., Juan A. Sin, and Brian A. Johnson. 2001. Telesvers, Restructuring, and Corporate Governmen. 3rd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Williamson, Oliver. 1964. The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Piers. Englawood Cliffs. NJ: Pression Hall.
- Wu, Yillin. 2004. "The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes. Director Currer Programion, and CEO Transcore: Evidence From Cult PRA's Corporate Convenue Programs." Journal of Corporate Pinna 10: 199–227.
- Wulf, Julie. 2004. "Do CBOs in Mergars Trade Power for Premium? Evidence from 'Mergars of Equals." Journal of Law, Economics & Organization 25 (2004): 40– 101.
- Yablou, Charles M. 1999. "Scare Questions—Executive Compensation in the Brs of Pay for Performance." Name Dame Law Review 29: 271–308.
- Yermack, Devid. 1995. "Do Corporations Award CBO Seach Options Effectively!" Journal of Pinancial Bosonics 39: 237–269.
 - 1996. "Higher Market Valuesion of Compenies with a Small Board of Directors." Journal of Pleasaid Economics 40: 185-211.
 - ——. 1997. "Good Timing: CBO Stock Option Awards and Company News Artnouncements." Journal of Pineser 52: 469–477.
- Zald, Mayer N. 1969. "The Fower and Panetions of Bourds of Directors: A Theoretical Synthesis." American Journal of Societory 73: 97-111.

سترى سورالأزبكية www.books4all.net